

ХМЕЛЬНИЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

Проскурівський Михайло Іванович

УДК 005.33:334.72:336.76 (043.3)

ДИСЕРТАЦІЯ

**УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ БІЗНЕС-
СТРУКТУР НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ**

Спеціальність 076 – Підприємництво, торгівля та біржова діяльність

Галузь знань: 07 – Управління та адміністрування

Подається на здобуття ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ Проскурівський М. І.

(підпис, ініціали та прізвище здобувача)

Науковий керівник: Гончар Ольга Іванівна, доктор економічних наук,
професор

Хмельницький – 2026

АНОТАЦІЯ

Проскурівський Михайло Іванович. Управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису. Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 076 – Підприємництво, торгівля та біржова діяльність. – Хмельницький національний університет, Хмельницький, 2026.

Дисертаційну роботу присвячено обґрунтуванню теоретико-методичних положень і розробленню практичних рекомендацій щодо управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу.

Метою дослідження є розроблення теоретичних положень та науково-методичних рекомендацій щодо управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу.

Для досягнення мети досліджено теоретичні основи управління інвестиційною діяльністю, систематизовано методичні підходи до прийняття інвестиційних рішень, визначено специфіку інвестицій на організованих ринках капіталу, проаналізовано український та іноземні ринки, оцінено інвестиційні можливості для нефінансових бізнес-структур, розроблено модель впровадження процесу інвестування та модель формування інвестиційного портфеля з урахуванням стратегічних цілей і особливостей підприємства. Об'єктом дослідження є процес управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу, а предметом - сукупність теоретико-методичних і науково-прикладних основ управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу. Методологічну основу становить системний підхід із використанням методів порівняння, систематизації, аналізу і синтезу, морфологічного аналізу, узагальнення, графічного і табличного подання результатів та моделювання. Інформаційну базу сформовано на основі

нормативно-правових актів України, ЄС і США, статистичних матеріалів державних регуляторів, наукових джерел, офіційної звітності компаній, результатів анкетування та відкритих ресурсів.

У роботі узагальнено теоретичні підходи до розуміння інвестиційної діяльності, інвестиційного менеджменту, інвестиційної стратегії, політики та програми підприємства. Сформовано авторське визначення управління інвестиційною діяльністю як усвідомленої та цілеспрямованої управлінської діяльності щодо організації і забезпечення процесу здійснення інвестицій. Визначено принципи такого управління: інтегрованість із загальною системою управління підприємством, стратегічна спрямованість, комплексність, ефективність, гнучкість, альтернативність і наявність зворотного зв'язку. Розроблено логіку процесу управління інвестиційною діяльністю, що охоплює аналіз, формування інвестиційної стратегії і політики, пошук та оцінювання інвестиційних проєктів, прийняття рішень, визначення структури фінансування, реалізацію, моніторинг і контроль результатів. Уточнено зміст інвестиційної політики підприємства як системи стратегічних орієнтирів, управлінських рішень, організаційно-фінансових процедур і контрольних механізмів, за допомогою яких підприємство формує та використовує інвестиційні ресурси для розвитку, підтримання фінансової стійкості й зміцнення конкурентних позицій.

Окрему увагу приділено специфіці організованих ринків капіталу як середовища фінансового інвестування. Визначено їхні ключові переваги для бізнес-структур: потенційно високу ліквідність, подільність активів, прозорість публічного ціноутворення, можливість диверсифікації, додаткову регуляторну захищеність, підзвітність емітентів і доступ до активів, що можуть бути некорельованими з основною діяльністю підприємства. Запропоновано визначення управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу як комплексної діяльності щодо організації та забезпечення

реалізації інвестиційного процесу з урахуванням особливостей цінних паперів як об'єктів інвестування, включно з визначенням цілей інвестування, оцінкою об'єктів, управлінням портфелем та аналізом ефективності. Визначено ключові аспекти такого управління: цілі інвестування, інституційно-правове розуміння ринку, організаційне й аналітичне забезпечення, вибір інструментів та інфраструктури, взаємодію з професійними учасниками, управління ризиками і ліквідністю, комплаєнс та оцінювання ефективності.

У практичній частині проаналізовано макроекономічні умови функціонування українського бізнесу та розвиток фондового ринку України у 2015-2025 рр. Встановлено, що ринок акцій України демонстрував тенденції, істотно відмінні від динаміки провідних іноземних ринків, а його капіталізація та роль у національній економіці залишалися низькими. Водночас визначено провідне значення облігацій внутрішньої державної позики у структурі біржових торгів, зростання інтересу до ОВДП з боку фізичних і юридичних осіб та протилежність тенденцій занепаду ринку акцій і активного розвитку ринку державних боргових інструментів. Оцінювання іноземних організованих ринків капіталу дало змогу встановити провідну роль США, країн ЄС, Китаю, Японії, Великої Британії, Австралії та Канади на глобальних ринках акцій і облігацій. Удосконалено скоринговий підхід до визначення привабливості фондового ринку країни для іноземних інвесторів.

З метою перевірки прикладної значущості запропонованих положень досліджено фінансово-інвестиційну діяльність бізнес-структур агропромислового комплексу на прикладі компаній Кернел, МХП, Астарта та ІМК. Обґрунтовано, що аналіз такої діяльності має поєднувати п'ять блоків: фінансові результати, ліквідність і оборотний капітал, структура капіталу, інвестиційна активність та ризики. Встановлено відмінності бізнес-моделей, структури доходів, політик ліквідності та підходів до інвестування в цінні

папери. Досвід Bunge, Archer-Daniels-Midland Company та Adecoagro засвідчив відсутність універсальної моделі фінансового інвестування і залежність інвестиційної поведінки від стратегії, потреб у ліквідності та доступності інструментів.

Розроблено науково-методичний підхід до оцінювання інвестиційних можливостей, який передбачає визначення стратегічної потреби підприємства, ідентифікацію доступних ринкових інструментів, оцінювання дохідності, ризику, ліквідності та строковості, порівняння з альтернативними напрямками розміщення коштів, перевірку відповідності інвестиційній політиці й лімітам, прийняття рішення та постійний моніторинг результатів. Запропоновано каскадну класифікацію доступної ліквідності бізнес-структури, яка включає операційну ліквідність, буфер оборотного капіталу, резерв обслуговування боргу, стратегічний резерв та інвестиційний портфель надлишкової ліквідності. Порівняння дохідності ОВДП із депозитами за 2015-2025 рр. засвідчило вищу інвестиційну привабливість державних облігацій, водночас аналіз коротко- і довгострокових ОВДП показав необхідність урахування процентного ризику та можливого тимчасового зниження ринкової ціни.

Розроблено концепцію організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу як трирівневої системи, що включає стратегічний, методичний та операційний рівні. Стратегічний рівень визначає цільову логіку інвестування і межі прийняттого ризику, методичний рівень забезпечує формалізацію правил, процедур, лімітів і критеріїв оцінювання, а операційний рівень відповідає за практичне виконання інвестиційних рішень, облік, звітність і контроль. Визначено складові організаційного забезпечення: організаційну структуру, розподіл повноважень, регламенти і процедури, операційну інфраструктуру, інформаційне та аналітичне забезпечення, ризик-менеджмент, контроль і комплаєнс, кадрове забезпечення,

облік і звітність. Окреслено ролі суб'єктів управління та запропоновано типову RACI-матрицю для бізнес-процесів інвестиційної діяльності.

Науково-прикладним результатом роботи є модель формування та впровадження системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу з урахуванням її специфіки. Визначено чинники, які впливають на конфігурацію такої системи: масштаб діяльності, галузева специфіка, сезонність, рівень диверсифікації бізнесу, стадія життєвого циклу, стратегічна орієнтація, структура капіталу і боргове навантаження, ризик-профіль, фінансовий стан, розмір інвестиційної бази та наявність валютних ризиків. На основі цих чинників розроблено систему визначення пріоритетів бізнес-структур в управлінні інвестиційною діяльністю. Запропонована дорожня карта впровадження інвестиційного процесу включає діагностику поточного стану, формування управлінського мандата, розробку політик і процедур, вибір інфраструктури та посередників, навчання і тестування, створення пілотного портфеля, масштабування, портфельну оптимізацію, незалежну перевірку та вдосконалення процесу.

Удосконалено теоретико-методичні засади формування інвестиційного портфеля бізнес-структури. Запропоновано визначати оптимальний портфель цінних паперів бізнес-структури як стратегічно узгоджену, диверсифіковану та контрольовану сукупність фінансових інструментів, що забезпечує найкраще досяжне співвідношення очікуваної дохідності, ризику, ліквідності та стійкості грошових потоків за наявних ринкових, регуляторних, облікових і внутрішньокорпоративних обмежень. Обґрунтовано доцільність застосування методики управління активами і зобов'язаннями (ALM), щоб портфель виконував допоміжну функцію щодо основної діяльності підприємства і не ставав джерелом касових розривів або надмірного ризику. Запропоновано сегментувати портфель відповідно до потреб ALM на операційний резерв,

ліквідний резерв, резерв фінансової безпеки, валютний сегмент, проєктний сегмент і стратегічний сегмент. Визначено, що під час формування портфеля необхідно враховувати інвестиційні пріоритети, регуляторні, репутаційні та ESG-обмеження, а також реалістичність застосування конкретних стратегій і фінансових інструментів.

Наукова новизна результатів полягає у комплексному вирішенні завдання організації процесу управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу. Удосконалено визначення оптимального портфеля цінних паперів бізнес-структури, визначення організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю як трирівневої системи, теоретико-аналітичний підхід до оцінювання привабливості фондового ринку країни для іноземних інвесторів, підходи до визначення пріоритетів інвестиційної діяльності та засади формування інвестиційного портфеля. Подальшого розвитку набули визначення управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу, класифікація відповідності видів цінних паперів пріоритетам бізнес-структур, підхід до визначення чинників формування системи управління інвестиційною діяльністю та засади порівняння показників фондового ринку з альтернативними інструментами розміщення коштів.

Практичне значення результатів полягає в доведенні розроблених положень до рівня методично завершених рекомендацій, моделей, схем і процедур, придатних для використання підприємствами реального сектору під час визначення інвестиційних пріоритетів, формування інвестиційної політики, вибору інструментів розміщення тимчасово вільних коштів, управління ліквідністю, розподілу відповідальності, оцінювання ризиків та формування портфеля цінних паперів. Запропоновані підходи мають значення для бізнес-структур, які прагнуть перейти від разових фінансових операцій до системного,

документованого і контрольованого інвестиційного процесу. Окремі теоретичні й методичні положення впроваджено у практичну діяльність регіональних структур і підприємств та в освітній процес Хмельницького національного університету. Дисертація спрямована на зниження невизначеності для українських бізнес-структур щодо використання можливостей організованих ринків капіталу, підвищення якості управлінських рішень у сфері фінансового інвестування та посилення фінансової стійкості підприємств.

Ключові слова: управління, інвестиційна діяльність, підприємницька діяльність, бізнес-структури, інвестиції, управління підприємницькою діяльністю, організовані ринки капіталу, інвестиційна стратегія, грошовий потік, інвестиційний портфель.

Proskurivskiy Mykhailo Ivanovych. Management of investment activities of business structures in organized capital markets. – Qualification scientific work in the form of a manuscript. Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in the specialty 076 – Entrepreneurship, trade and stock exchange activities. – Khmelnytskyi National University, Khmelnytskyi, 2026.

The dissertation is devoted to the substantiation of theoretical and methodological provisions and the development of practical recommendations for the management of investment activities of business structures in organized capital markets.

The purpose of the dissertation is to develop theoretical provisions and scientific and methodological recommendations for managing the investment activities of business entities in organized capital markets. To achieve this purpose, the study examines the theoretical foundations of investment activity management, systematizes methodological approaches to investment decision-making, determines the specific features of investment in organized capital markets, analyzes Ukrainian and foreign markets, assesses investment opportunities for non-financial business entities, and

develops a model for implementing the investment process as well as a model for forming an investment portfolio with due regard to the strategic goals and specific features of the enterprise. The object of the research is the process of managing the investment activities of business entities in organized capital markets, while the subject is the body of theoretical, methodological, scientific and applied foundations for managing such activities. The methodological basis is a systems approach, with the use of methods of comparison, systematization, analysis and synthesis, morphological analysis, generalization, graphical and tabular presentation of results, and modeling. The information base comprises legislative and regulatory acts of Ukraine, the EU and the USA, statistical materials of state regulators, scholarly sources, official corporate reporting, questionnaire survey results, and open-access resources.

The dissertation generalizes theoretical approaches to understanding investment activity, investment management, and the investment strategy, policy and program of an enterprise. The author's definition of investment activity management is formulated as conscious and purposeful managerial activity aimed at organizing and supporting the process of making investments. The principles of such management are determined: integration with the general enterprise management system, strategic orientation, comprehensiveness, efficiency, flexibility, consideration of alternatives, and the presence of feedback. The logic of the investment activity management process is developed; it covers analysis, formation of investment strategy and policy, search for and evaluation of investment projects, decision-making, determination of the financing structure, implementation, monitoring, and control of results. The content of the enterprise investment policy is clarified as a system of strategic guidelines, managerial decisions, organizational and financial procedures, and control mechanisms through which the enterprise forms and uses investment resources for development, maintenance of financial stability, and strengthening of competitive positions.

Particular attention is paid to the specific features of organized capital markets as an environment for financial investment. Their key advantages for business entities are identified: potentially high liquidity, divisibility of assets, transparency of public pricing, the possibility of diversification, additional regulatory protection, accountability of issuers, and access to assets that may be uncorrelated with the enterprise's core activities. A definition of managing an enterprise's investment activities in organized capital markets is proposed as a comprehensive activity aimed at organizing and supporting the implementation of the investment process, taking into account the features of securities as investment objects, including defining investment objectives, assessing investment objects, managing the portfolio, and analyzing performance. The key aspects of such management are determined: investment objectives, institutional and legal understanding of the market, organizational and analytical support, selection of instruments and infrastructure, interaction with professional market participants, risk and liquidity management, compliance, and performance assessment.

The practical part analyzes the macroeconomic conditions for Ukrainian business operations and the development of Ukraine's stock market in 2015-2025. It is established that Ukraine's equity market showed trends that differed substantially from the dynamics of leading foreign markets, while its capitalization and role in the national economy remained low. At the same time, the leading importance of domestic government bonds (OVDPs) in the structure of exchange trading is identified, as well as the growing interest in OVDPs among individuals and legal entities and the opposite tendencies of the decline of the equity market and the active development of the market for government debt instruments. Assessment of foreign organized capital markets made it possible to establish the leading role of the United States, EU countries, China, Japan, the United Kingdom, Australia, and Canada in global equity and bond markets.

The scoring approach to determining the attractiveness of a country's stock market for foreign investors is improved.

To verify the applied significance of the proposed provisions, the financial and investment activities of agribusiness entities were studied using the examples of Kernel, MHP, Astarta, and IMC. It is substantiated that the analysis of such activities should combine five blocks: financial results, liquidity and working capital, capital structure, investment activity, and risks. Differences are established in business models, revenue structures, liquidity policies, and approaches to investing in securities. The experience of Bunge, Archer-Daniels-Midland Company, and Adecoagro confirmed the absence of a universal model of financial investment and the dependence of investment behavior on strategy, liquidity needs, and availability of instruments.

A scientific and methodological approach to assessing investment opportunities is developed. It provides for determining the strategic need of an enterprise, identifying available market instruments, assessing return, risk, liquidity, and maturity, comparing them with alternative areas for placing funds, verifying compliance with investment policy and limits, making a decision, and continuously monitoring results. A cascade classification of available liquidity of a business entity is proposed; it includes operating liquidity, a working capital buffer, a debt service reserve, a strategic reserve, and an investment portfolio of surplus liquidity. Comparison of the yields on OVDPs with deposits in 2015-2025 demonstrated the higher investment attractiveness of government bonds; at the same time, analysis of short- and long-term OVDPs showed the need to account for interest-rate risk and a possible temporary decline in market price.

A concept of organizational support for managing investment activities in organized capital markets is developed as a three-level system comprising strategic, methodological, and operational levels. The strategic level determines the target logic of investment and the limits of acceptable risk; the methodological level ensures the

formalization of rules, procedures, limits, and evaluation criteria; and the operational level is responsible for the practical execution of investment decisions, accounting, reporting, and control. The components of organizational support are determined: organizational structure, distribution of authority, regulations and procedures, operational infrastructure, information and analytical support, risk management, control and compliance, human resources support, accounting, and reporting. The roles of management actors are outlined, and a typical RACI matrix for business processes of investment activity is proposed.

A scientific and applied outcome of the dissertation is a model for forming and implementing a system for managing the investment activities of a business entity in organized capital markets, taking into account its specifics. The factors influencing the configuration of such a system are identified: scale of operations, industry specifics, seasonality, level of business diversification, life-cycle stage, strategic orientation, capital structure and debt burden, risk profile, financial condition, size of the investment base, and presence of currency risks. Based on these factors, a system for determining the priorities of business entities in investment activity management is developed. The proposed roadmap for implementing the investment process includes diagnosis of the current state, formation of a managerial mandate, development of policies and procedures, selection of infrastructure and intermediaries, training and testing, creation of a pilot portfolio, scaling, portfolio optimization, independent review, and process improvement.

The theoretical and methodological foundations for forming the investment portfolio of a business entity are improved. It is proposed to define the optimal securities portfolio of a business entity as a strategically aligned, diversified, and controlled set of financial instruments that ensures the best achievable ratio of expected return, risk, liquidity, and stability of cash flows under existing market, regulatory, accounting, and internal corporate constraints. The expediency of applying the asset

and liability management (ALM) methodology is substantiated so that the portfolio performs a supporting function in relation to the enterprise's core activities and does not become a source of cash-flow gaps or excessive risk. It is proposed to segment the portfolio according to ALM needs into an operating reserve, a liquid reserve, a financial safety reserve, a currency segment, a project segment, and a strategic segment. It is determined that, when forming the portfolio, investment priorities, regulatory, reputational, and ESG constraints, as well as the realistic applicability of specific strategies and financial instruments, must be taken into account.

The scientific novelty of the results lies in the comprehensive solution to the task of organizing the process of managing the investment activities of business entities in organized capital markets. The definition of the optimal securities portfolio of a business entity is improved, as are the definition of organizational support for investment activity management as a three-level system, the theoretical and analytical approach to assessing the attractiveness of a country's stock market for foreign investors, approaches to determining priorities of investment activity, and the principles of forming an investment portfolio. Further development is given to the definition of managing an enterprise's investment activities in organized capital markets, the classification of the correspondence between types of securities and priorities of business entities, the approach to determining the factors of forming an investment activity management system, and the principles of comparing stock market indicators with alternative instruments for placing funds.

The practical significance of the results consists in bringing the developed provisions to the level of methodologically complete recommendations, models, schemes, and procedures suitable for use by real-sector enterprises when determining investment priorities, forming investment policy, selecting instruments for placing temporarily available funds, managing liquidity, allocating responsibility, assessing risks, and forming a securities portfolio. The proposed approaches are important for

business entities seeking to move from one-off financial operations to a systematic, documented, and controlled investment process. Certain theoretical and methodological provisions have been implemented in the practical activities of regional structures and enterprises and in the educational process of Khmelnytskyi National University. The dissertation is aimed at reducing uncertainty for Ukrainian business entities regarding the use of opportunities offered by organized capital markets, improving the quality of managerial decisions in the field of financial investment, and strengthening the financial stability of enterprises.

Keywords: management, investment activity, entrepreneurial activity, business structures, investments, entrepreneurial activity management, organized capital markets, investment strategy, cash flow, investment portfolio.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

у наукових фахових виданнях України, у тому числі які входять до міжнародних наукометричних баз даних:

1. Проскурівський М. Організований фондовий ринок України: стан та перспективи розвитку / М.І. Проскурівський // Економіка і організація управління, 2026, Вип. 2 (62), С. 208-219. URL: [https://jeou.donnu.edu.ua/issue/view/683____\(0,93 друк.арк.\)](https://jeou.donnu.edu.ua/issue/view/683____(0,93 друк.арк.)). Індексується і реферується в базах даних: *Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.*

2. Проскурівський М.В. Пріоритети інвестиційної активності вітчизняних бізнес-структур в умовах глобальних викликів: сучасні тенденції та перспективи розвитку / М.І. Проскурівський // Herald of Khmelnytskyi National University. Economic sciences, № 6, 2025, С. 225-230. <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2025->

348-6-31 . (0,64). *Індексується і реферується в базах даних: Index Copernicus, Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.*

3. Proskurivskiy M.I. Adapting statistical criteria to currency risk management in the fac of global uncertainty. Marharyta V. Shark, Olga I. Gonchar, Volodymyr O. Pashchenko, Mykhailo I. Proskurivskiy, Vira M. Fomishyna, Artem V. Zinovskiy, Sofiia O. Bondarenko, *Економіка та менеджмент: зб.наук.пр.* ISSN 2311–3405. - 2025, № 1, С. 169-177. DOI [https://doi.org/10.15589/znp2025.1\(499\).24](https://doi.org/10.15589/znp2025.1(499).24) URL: <https://znp.nuos.mk.ua/1-2025> (1,4 друк.арк.; особистий внесок: обгрунтовано рекомендації щодо використання статистичних критеріїв якості для оцінки та управління валютним ризиком за умов глобальної невизначеності, викликані коливаннями ринку валют (0,36 друк. арк.). *Індексується і реферується в базах даних: Index Copernicus, BASE, НБУ ім. В. І. Вернадського.*

4. Проскурівський М.І. Особливості управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу / М.І. Проскурівський, А.О. Долобанько, В.В. Гончар // *Development Service Industry Management*, № 2, 2024, С.289-293. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2024-6\(46\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2024-6(46)) (0,68 друк.арк.; особистий внесок: структуровано основні можливості, які надають бізнес-структурам організовані ринки капіталу, а також головні аспекти управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу (0,4 друк. арк.). *Індексується і реферується в базах даних: Index Copernicus, Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.*

5. Проскурівський М.І. Виклики функціонуванню української економіки в умовах війни та пандемії COVID-19 / В.О. Пащенко, М.І. Проскурівський // *Development Service Industry Management*, № 4, 2023, С.248-252. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2023-4\(38\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2023-4(38)) (0,69 друк.арк.; особистий внесок: ідентифіковано чинники, що впливають на падіння інвестиційної активності бізнес-структур в сучасних умовах; обгрунтовано шляхи підтримки фінансової

*стабільності бізнесу інструментами грошово-кредитної політики держави (0,4).
Індексується і реферується в базах даних: Index Copernicus, Google Scholar, НБУ ім.
В. І. Вернадського.*

6. Проскурівський М.І. Проблеми визначення «цільової ціни» (target price) акцій українських підприємств в інвестиційній діяльності / О.І. Гончар, М.І. Проскурівський // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. - № 4, т.3. –2006.- С. 43-46 . (0,5 друк.арк.; особистий внесок: обґрунтовано фактори, що формують ціну акцій українських підприємств та напрями їх регулювання в інвестиційній діяльності (0,35 друк. арк.). Індексується і реферується в базах даних: Google Scholar; НБУ ім. В. І. Вернадського.

праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

7. Тенденції інвестиційної активності українських бізнес-структур в умовах війни / М.І. Проскурівський // Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів: зб. матеріалів V Міжнар. наук.-практ.екон.форуму (Хмельницький, 4-5 груд. 2025р.) / за ред. Любохинець Л.С., Гончар О.І., Танасієнко Н.П., Хмельницький: ХНУ, 2026. – С. 337-339. (0,2 друк. арк.)

8. Проскурівський М.І. Трансформації організованих ринків капіталу в умовах глобальних викликів / М.І. Проскурівський // Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів: зб. матеріалів IV Міжнар. наук.-практ.екон.форуму (Хмельницький, 5-7 груд. 2024р.) / за ред. Любохинець Л.С., Гончар О.І., Танасієнко Н.П., Хмельницький: ХНУ, 2025. – С. 20-22. (0,2 друк. арк.)

9. Проскурівський М. Маркетинг-менеджмент в управлінні підприємницькою діяльністю // Ю. Пушкіна, А. Долобанько, М. Проскурівський // Маркетингові технології в умовах євроінтеграційних процесів : тези доп. XIX

міжнар. наук.-практ. конф. (Хмельницький, 19-20 грудня 2024 р.). – Хмельницький : ХНУ, 2024. – С. 202-204. <https://mr.khmnu.edu.ua/mizhнародna-np-konferenciya/> (0,28 друк.арк.; особистий внесок: визначено особливості застосування інструментів інвестиційного менеджменту у формуванні інноваційного потенціалу бізнес-структур (0,14 друк.арк)).

10.Проскурівський М.І. Інноваційно-інвестиційна активність бізнес-структур у відновленні української економіки / А. Бердичевський, М.Проскурівський, О.Гончар // Сучасні тренди, реалії і перспективи розвитку туризму та готельно-ресторанної справи: збірник тез Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (Хмельницький – Меджибіж, 23-24 травня 2024 року). Хмельницький – Меджибіж: Хмельницький національний університет, 2024. , С. 121- 122. (0,26 друк.арк.; особистий внесок: визначено чинники, що формують інноваційно-інвестиційна активність бізнес-структур (0,12 друк.арк)).

11.Проскурівський М.І. Особливості управління інвестиціями бізнес-структур в умовах війни / М.І. Проскурівський, В.В. Гончар // Проблеми і перспективи економічного розвитку в умовах модернізаційних процесів в Україні та світі : матеріали всеукр. наук.-практ. конф., м. Кропивницький, 12 груд. 2023 р. : у 2 ч. : Ч. 2 / [редкол. : А. А. Тихий, В. В. Зайченко, Н. С. Шалімова та ін.] ; М-во освіти і науки України, Центральноукраїн. нац. техн. ун-т, каф. економіки, підприємництва та готельно-ресторанної справи. – Кропивницький : РВЛ ЦНТУ, 2023. – С. 95 – 98. <https://dspace.kntu.kr.ua/items/8324203e-1188-4955-b747-fbc784c1fa09>(0,34друк.арк.; особистий внесок: обґрунтовано принципи управління інвестиціями бізнес-структур в умовах війни і підвищення їх активності на фондовому ринку (0,22 друк.арк)).

ЗМІСТ

ВСТУП	20
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ	30
1.1 Сутність управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури.....	30
1.2 Теоретичні основи прийняття інвестиційних рішень та особливості організованих ринків капіталу з точки зору здійснення інвестицій	54
1.3 Теоретико-методичні засади управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу	87
Висновки до розділу 1	102
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ТА ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ НА РИНКАХ КАПІТАЛУ БІЗНЕС-СТРУКТУР АГРОПРОМИСЛОВОГО КОМПЛЕКСУ	106
2.1. Дослідження бізнес-середовища, стану ринків капіталу та інвестиційної діяльності бізнес-структур на них	106
2.2 Аналіз фінансово-інвестиційної діяльності бізнес-структур агропромислового комплексу.....	135
2.3 Оцінка інвестиційних можливостей організованих ринків капіталу з перспективи бізнес-структур агропромислового комплексу	157
Висновки до розділу 2	173
РОЗДІЛ 3. СТРУКТОЛОГІЧНІ МОДЕЛІ ПРОЦЕДУР УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ	177
3.1 Організаційне забезпечення інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу.....	177

3.2 Формування та впровадження системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу із урахуванням специфіки бізнес-структури.....	197
3.3 Формування портфелю цінних паперів з урахуванням особливостей бізнес-структури.....	226
Висновки до розділу 3	241
ВИСНОВКИ.....	245
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	248
ДОДАТКИ	276

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Сучасні організовані ринки капіталу надають чимале різноманіття можливостей для інвестування. Водночас, практика інвестування, що склалася в українських бізнес-структурах, як правило, ігнорує ці можливості. У цього є декілька об'єктивних причин, таких як слабкий розвиток організованих ринків капіталу в Україні, а також ускладнений доступ до розвинутих зарубіжних ринків. Фактична відсутність практики підтримує низьку поінформованість бізнесу про інвестиційні можливості, що існують на організованих ринках капіталу, про задачі, які можуть бути вирішені завдяки цим можливостям, про підходи до організації процесу інвестування на ринках капіталу.

Дане дослідження спрямоване на визначення можливостей та переваг інвестування на організованих ринках капіталу, оцінку таких можливостей, оцінку доцільності здійснення тих чи інших видів інвестицій з урахуванням особливостей бізнес-структури. Кінцевою метою дослідження є зниження невизначеності щодо процесу інвестування на організованих ринках капіталу та створення методичних рекомендацій, що мають спростити управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Тема ефективного управління інвестиційною діяльністю цікавить науковців вже, щонайменше, століття. Видатний внесок у теорію управління інвестиціями зробили Дж. Гарві, М. Грехем, Дж. Дін, Дж. Лінтнер, С. Майерс, Г. Марковіц, М. Міллер, Ф. Модільяні, Я. Моссін., І. Фішер, У. Шарп та ін.

Розробкою науково-методичних підходів до управління інвестиційною діяльністю займалося чимало українських вчених, зокрема І. Більський, І.Бланк, О. Гуторов, О. Гончар, Р. Дудяк, І. Єпіфанова, О. Зінченко, Л. Любохинець, П. Микитюк, С. Мочерний, Н. Непогодіна, В. Нижник, А. Пересада, Т. Свобода, Н.

Танасієнко, О. Удалих, В. Федоренко, О. Феєр, О. Фіщенко, Н. Хрущ, А. Череп, Л. Штанько та ін.

Наукову тему інвестицій підприємств та банків у цінні папери розробляли Л. Борисова, Л. Кльоба, А. Крошка, Є. Масленніков, Д. Нехайчук, О. Озерчук, Ю. Онищенко, В. Полозова, Л. Селіверстова та ін.

Проте, незважаючи на суттєвий академічний інтерес до теми управління інвестиційною діяльністю, наразі відсутні узагальнені науково-методичні рекомендації щодо управління інвестиційною діяльністю нефінансових бізнес-структур на організованих ринках капіталу. Із урахуванням того, що доступ до багатьох інвестиційних інструментів для українських бізнес-структур є дуже обмеженим, інвестиційні можливості організованих ринках капіталу залишаються маловідомими та малозрозумілими для українських менеджерів та підприємців.

Економічна інтеграція із найбільш розвинутими ринками світу має надати українським бізнес-структурам доступ до нових інвестиційних можливостей. Але, так само, вони відчують посилення конкурентного тиску з боку іноземних гравців, багато з яких мають десятиліття досвіду вільного доступу до розвинених ринків капіталу, із їхніми майже безмежними фінансовими та інвестиційними можливостями.

Дослідження та узагальнення сучасних теоретичних напрацювань, разом із створенням науково-практичних рекомендацій відносно процесу прийняття управлінських рішень, призведуть до більшої залученості бізнес-структур до інвестування на організованих ринках капіталу, більш ефективного управління ресурсами цих організацій, кращого розвитку ринків капіталу та економіки України загалом.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до планів науково-дослідних робіт Хмельницького

національного університету в межах наукової теми «Регулювання національної економіки та формування стратегічних пріоритетів розвитку підприємницької та біржової діяльності за умов євроінтеграції» (2023-2026 рр., номер державної реєстрації 0123U100797). Результати досліджень також формувалися під час виконання госпдоговірної науково-дослідної теми: «Стратегізація управління потенціалом підприємницьких структур у післявоєнній відбудові економіки України на засадах інноваційності» (54-2025, № ДР 125U003292, 2025-2026рр.), де автором сформовано теоретико-методичні підходи щодо групування чинників, які визначають вибір механізмів управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур в сучасних умовах динамічних змін ринку та необхідності повоєнної відбудови економіки України.

Матеріали дисертації використовувалися під час реалізації освітніх програм підготовки здобувачів вищої освіти з економічних і управлінських спеціальностей та в рамках аналітичної підтримки регіональних промислових структур.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розроблення теоретичних положень та науково-методичних рекомендацій щодо управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу.

Поставлена мета дослідження обумовила логіку та послідовність постановки і розв'язання таких завдань:

- дослідити теоретичні основи процесу управління інвестиційною діяльністю;
- проаналізувати та систематизувати методичні підходи до управління інвестиційною діяльністю;
- визначити ключові особливості інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу;

- дослідити актуальний стан організованих ринків капіталу та визначити інвестиційні можливості, що доступні нефінансовим бізнес-структурам;
- розробити методiku організації управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу;
- розробити модель організації інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу з урахуванням особливостей бізнес-структури та її стратегічних цілей;
- розробити модель впровадження у бізнес-структурі процесу інвестування на організованих ринках капіталу;
- розробити модель формування інвестиційного портфеля бізнес-структури з урахуванням особливостей бізнес-структури та її стратегічних цілей.

Об'єктом дослідження є процес управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу.

Предметом дослідження є сукупність теоретико-методичних та науково-прикладних основ управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу.

Методи дослідження. Теоретичною основою дисертаційного дослідження стали фундаментальні положення економічної теорії, монографії, наукові статті українських та іноземних учених за напрямками управління інвестиційною діяльністю, фінансового та інвестиційного менеджменту. Методологічною основою дисертації є системний підхід, включно із наступними методами: *порівняння та систематизації* - у процесі дослідження теоретичних передумов дисертації; *аналізу та синтезу* - для визначення актуального стану організованих ринків капіталу та досліджуваних підприємств агропромислового комплексу; *морфологічного аналізу* - для уточнення категоріального апарату дослідження; *графічний* - для візуального представлення логічних схем та статистичних даних; *табличний* - з метою відображення отриманих результатів та статистичних даних;

модельовання - для розробки моделі впровадження у бізнес-структурі процесу інвестування на організованих ринках капіталу та моделі формування інвестиційного портфеля; *абстрактно-логічний* - у процесі визначення тенденцій організованих ринків капіталу та інвестиційних стратегій досліджуваних компаній, а також - при формуванні висновків дослідження;

Інформаційною основою дисертаційного дослідження є нормативно-правові акти України, ЄС та США; статистичні матеріали Державної служби статистики України, НБУ, НКЦПФР; наукова література; офіційна звітність досліджуваних підприємств; результати анкетування; ресурси мережі Інтернет.

Наукова новизна отриманих результатів полягає в комплексному вирішенні науково-практичного завдання організації процесу управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу на основі поглиблення теоретичних засад та вдосконалення існуючих науково-методичних підходів до управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур. У процесі дослідження отримано такі основні результати, які містять наукову новизну та виносяться на захист:

удосконалено:

- визначення терміну “оптимальний портфель цінних паперів бізнес-структури” (с.226), яке обґрунтовано як стратегічно узгоджена, диверсифікована та контрольована сукупність фінансових інструментів, яка забезпечує найкраще досяжне співвідношення очікуваної дохідності, ризику, ліквідності та стійкості грошових потоків за наявних ринкових, регуляторних, облікових і внутрішньокорпоративних обмежень, що, на відміну від існуючих підходів, враховує фактори ліквідності та стійкості грошових потоків, облікових і внутрішньокорпоративних обмежень;

- визначення організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу як трирівневої системи, що включає

стратегічний, методичний та операційний рівні, що, на відміну від існуючих підходів, групує складові організаційного забезпечення за функціональними рівнями та визначає двосторонні зв'язки між цими групами (с. 182);

– теоретико-аналітичні підходи до визначення привабливості фондового ринку країни для іноземних інвесторів на основі скорингової моделі (с. 133), що, на відміну від існуючих, враховує кількість компаній-емітентів, загальну капіталізацію, наявність різних видів фінансових інструментів та конвертованість валюти;

– теоретико-аналітичні підходи щодо визначення пріоритетів інвестиційної діяльності бізнес-структури на основі чинників формування системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу, що, на відміну від існуючих, формалізує процес вибору інвестиційних пріоритетів (с. 215);

– теоретико-методичні засади формування інвестиційного портфелю бізнес-структури, які включають особливості бізнес-структури, та, на відміну від існуючих підходів, враховують складність практичної реалізації інвестиційних стратегій та пріоритети інвестиційної діяльності бізнес-структури відповідно до особливостей її діяльності та організаційної структури (с. 240).

набули подальшого розвитку:

– визначення терміну “управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу”, як комплексної діяльності щодо організації та забезпечення реалізації інвестиційного процесу із урахуванням особливостей об'єктів інвестування - цінних паперів, включно із визначенням цілей інвестування, оцінкою об'єктів інвестування, управлінням портфелем та аналізом ефективності інвестицій, що, на відміну від попередніх, визнає вплив специфіки цінних паперів як об'єктів інвестування на процес управлінської діяльності (с. 88).

– класифікація відповідності видів цінних паперів пріоритетам бізнес-структур в управлінні інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу, який передбачає врахування специфіки бізнес-структури та її стратегічних пріоритетів при формуванні інвестиційного портфелю цінних паперів, що, на відміну від попередніх, виключає нефункціональні комбінації пріоритетів та видів цінних паперів (с. 234).

– науково-методичний підхід щодо визначення чинників формування системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу, що створює передумови для узгодження характеристик бізнес-структури та її можливих інвестиційних пріоритетів, та, на відміну від попередніх, враховує особливості бізнес-структури при формуванні системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу (с. 198).

– теоретико-прикладні засади та процедури показників фондового ринку порівнянні з показниками банківських депозитів - в динаміці, за об'ємом та дохідністю, що, на відміну від традиційних, дозволяє з'ясувати тенденції попередніх періодів та встановити причини їх динаміки, які можуть бути використані для оптимізації управлінських рішень (с. 159).

Практичне значення дослідження полягає у доведенні науково-обґрунтованих і методично-завершених положень до рівня практичних рекомендацій, спрямованих на удосконалення та консолідацію існуючих методик управління інвестиційною діяльністю з урахуванням особливостей процесу інвестування на організованих ринках капіталу та обґрунтуванні відповідних моделей та схем що спрямовані на оптимізацію управлінських рішень і спрощення процесу управління та підвищення його ефективності і результативності підприємницької діяльності. Сформовані теоретичні висновки, науково-практичні рекомендації та інші прикладні результати дослідження, які представлені у дисертаційній роботі, використовуються у практичній діяльності

регіональних структур і підприємств, що підтверджується відповідними документами: Хмельницькою торгово-промисловою палатою (довідка № 22-01/424.1 від 02.05.2025 р.), компанією Aleph One (довідка від 16.12.2025 р.), ПП «Україна–Агро–2С (довідка № 17 від 11.02.2026 р.), ТОВ «Трієра Сторедж» (довідка № 191 від 16.07.2025 р.), ТМ Berdichevski (довідка № 89 від 02.03.2026 р.) (додаток А).

Окремі теоретичні та науково-методичні положення дисертаційної роботи впроваджено у навчальний процес і використовуються у Хмельницькому національному університеті при підготовці здобувачів вищої освіти економічних і управлінських спеціальностей в якості основи навчальних дисциплін: «Формування потенціалу бізнес-структур», «Управління потенціалом підприємства», «Інновації та інноваційне підприємництво», а також при виконанні курсових робіт (довідка про впровадження № 2/10 від 24.12.2025 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, у якій викладено авторський підхід до формування теоретико-методичних і науково-прикладних основ управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу. Основні положення дисертації, наукові результати, висновки, пропозиції та рекомендації, які виносяться на захист, опубліковані у наукових фахових виданнях згідно чинних вимог. Наукові положення, висновки і рекомендації, наведені у роботі, отримані автором самостійно. З наукових праць, що виконані у співавторстві, у дисертації використано ідеї та положення, запропоновані особисто автором. Внесок автора в колективно опубліковані праці конкретизовано у списку публікацій. Збір, обробка та інтерпретація статистичних і фінансово-економічних даних по підприємствах Aleph One, ПП «Україна–Агро–2С, ТОВ «Трієра Сторедж», ТМ Berdichevski та інші здійснювалися особисто здобувачем. Власною є розробка системи чинників формування системи управління інвестиційною діяльністю

бізнес-структури, ефективності оцінювання управління інвестиційною діяльністю, теоретико-методичний підхід щодо управління інвестиціями; розроблена схема механізму управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу, а також побудова аналітичних та порівняльних таблиць та діаграм, іншого ілюстративного матеріалу.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні на науково-методичні положення, практичні рекомендації, висновки а також отримані наукові результати дисертаційної роботи доповідались автором і отримали позитивну оцінку на таких науково-практичних конференціях: Всеукраїнській науково-практичній конференції з міжнародною участю «Актуальні аспекти організації бізнес-процесів у сучасних умовах», м. Кременчук, 19-20 грудня 2025р.; V Міжнародному науково-практичному форумі «Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів», 4-5 грудня 2025р., м. Хмельницький; IV Міжнародному науково-практичному форумі «Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів», 5-7 грудня 2024р., м. Хмельницький; XIX міжнародній науково-практичній конференції «Маркетингові технології в умовах євроінтеграційних процесів», 19-20 грудня 2024 р., м. Хмельницький; Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні тренди, реалії і перспективи розвитку туризму та готельно-ресторанної справи», 23-24 травня 2024 р., м. Хмельницький; XXII міжнародній науково-практичній конференції «Стратегізація планування та бізнес-моделі підприємництва за умов глобалізації» 10-11.11.2023 р., м. Хмельницький; Проблеми і перспективи економічного розвитку в умовах модернізаційних процесів в Україні та світі», 12-13.12.2023р., м. Кропивницький; XXI Міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми планування в ринкових умовах» - 02.12.2022 р., м. Хмельницький; III

Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених і студентів «Проблеми та перспективи розвитку бізнесу в Україні», м. Львів, 02.03.2023 р.

Публікації. Відповідно до теми дисертаційної роботи опубліковано 11 наукових праць, загальним обсягом 6,12 друк. арк., з яких особисто автору належить 3,96 друк. арк., у тому числі: 6 статей у наукових фахових виданнях України, загальним обсягом 4,84 друк. арк., з яких особисто автору належить 3,08 друк. арк.; 5 наукових публікацій, що додатково відображають результати дослідження.

Структура й обсяг дисертації. Дисертація складається з анотації, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг наукової роботи становить 312 сторінок. Робота містить: 33 таблиці з яких 4 охоплюють повні сторінки; 33 рисунки; анотацію на 16 сторінках; 7 додатків, що розміщені на 37 сторінках; список використаних джерел складається із 237 позицій, які охоплюють 28 сторінок. Обсяг основного тексту дисертації становить 211 сторінок.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ

1.1 Сутність управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури

Сучасне економічне середовище все більше ускладнюється відповідно до швидкого технологічного прогресу, частих змін уподобань споживачів, нових міжнародних ризиків. Бізнес-організації вимушені враховувати ці зміни чи то у власних бізнес-стратегіях та під час їхньої реалізації, чи то вирішуючи, часом, екзистенційні проблеми у процесі операційної діяльності.

Практично будь-які цілеспрямовані зміни у діяльності бізнес-структур пов'язані з виникненням додаткових витрат, і, отже, спричиняють перерозподіл ресурсів організації та впливають на її фінансові результати. Тому інвестування, як процес вкладення капіталу з очікуванням певного економічного ефекту у майбутньому, має відбуватися на чітких науково-методичних засадах.

Розглянемо базову термінологію та основні наукові підходи до розуміння суті інвестиційної діяльності та проблем, пов'язаних із управлінням такою діяльністю.

Термін “інвестування” в сенсі “використання коштів для створення прибутку” існує щонайменше з XVII століття [188]. Закон України “Про інвестиційну діяльність” визначає інвестиції як “всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) та/або досягається соціальний та екологічний ефект”, а інвестиційну діяльність як “сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій” [98].

Науковці пропонують дещо різні погляди на поняття інвестицій та інвестиційної діяльності. І. Фішер [183] розглядав інвестування крізь призму вибору між поточним та відкладеним споживанням, зазначаючи, що інвестиції - це плата зараз за задоволення, які надійдуть пізніше, а інвестиційна діяльність є інструментом перенесення вартості у часі. Д. Кейнс визначав інвестиційну діяльність як акт акумулювання капітальних благ [196]. У. Шарп, Г. Александер, Д. Бейлі [220] характеризують інвестиційну діяльність у фінансовому аспекті як відмову від певної цінності у даний момент в обмін на (можливо, невизначену) цінність у майбутньому.

І. Бланк пропонує більш сучасне та узагальнене визначення: “інвестиції - це вкладення капіталу з метою отримання наступного його збільшення, види майнових та інтелектуальних цінностей, вкладених в об’єкти економічної діяльності з метою отримання прибутку або соціального ефекту” [8, с. 398]. В. Боднар визначає інвестиції як “вкладення капіталу та інтелектуальних цінностей в об’єкти підприємницької діяльності ... з метою забезпечення максимальної результативності в майбутньому, відтворення на розширеній основі або забезпечення виконання інших соціально-економічних цілей” [9]. Ю. Правик дає схоже визначення, але додає у перелік можливих цілей інвестування ще й політичні результати [92, с. 15]. А. Пересада вважає головною метою інвестування “розвиток виробництва, соціальної сфери, підприємництва, отримання прибутку” [87, с. 137]. В. Шевчук та П. Рогожин виокремлюють два підходи до визначення інвестицій - фінансовий та економічний. Згідно до фінансового, інвестиції - “це всі види активів (коштів), що вкладаються в господарчу діяльність із метою отримання доходу”, а згідно економічного - “це видатки на створення, розширення, реконструкцію та технічне переозброєння основного капіталу, а також на пов’язані з цим зміни оборотного капіталу” [145, с. 123].

Щодо дефініції інвестиційної діяльності, В. Федоренко визначає її як комплекс заходів і дій щодо вкладення власних коштів з метою отримання прибутку [131, с. 14], а Т. Майорова - як сукупність дій щодо реалізації інвестицій [60, с. 12]. А. Дука вважає, що інвестиційна діяльність - це “цілеспрямовано здійснюваний процес пошуку необхідних інвестиційних ресурсів, вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування, формування збалансованої за обраними параметрами інвестиційної програми або портфеля та забезпечення ефективності їх реалізації” [32, с.63].

Згідно із [80], “у сучасному розумінні інвестиції визначаються як сукупність матеріальних, фінансових, інтелектуальних або інших ресурсів, що спрямовуються на створення або примноження економічних благ у майбутньому”, а інвестиційна діяльність “включає процеси, пов'язані з аналізом, плануванням, організацією, управлінням і контролем за розподілом інвестиційних ресурсів з метою досягнення визначених цілей”.

Різні аспекти управління інвестиційною діяльністю розкривають В. Акуленко, І. Новикова [2], О. Гончар [22, 23], І. Єпіфанова [36], В. Бондар [9], М. Бондар [10], О. Зінченко [237], І. Вініченко [15, 16], А. Череп [124, 139, 141], О. Єгорова [34, 35], Л. Любохинець [33, 58], З. Жученко [37], П. Микитюк [63], Н. Замятіна [38], Н. Танасієнко [33, 120], Г. Козаченко [47], В. Нижник [75, 76], О. Просович [105], А. Пересада [87]. Узагальнюючи попередні дослідження, можна зазначити, що інвестиційна діяльність бізнес-структур передбачає використання коштів та інших ресурсів для створення нових цінностей та цінних можливостей у майбутньому. Управління інвестиційною діяльністю, таким чином, забезпечує використання ресурсів бізнес-структури для створення умов для майбутнього зростання бізнесу, отримання додаткових прибутків чи досягнення інших інвестиційних цілей.

В українській науці терміни “управління інвестиційною діяльністю” та “інвестиційний менеджмент” розглядають як синоніми, зокрема Т. Майорова дає наступне визначення: “Управління інвестиційною діяльністю або інвестиційний менеджмент - це система принципів та методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов’язаних із здійсненням різних аспектів інвестиційної діяльності” [60, с. 41]. В. Федоренко визначає управління інвестиційною діяльністю як “процес управління усіма аспектами інвестиційної діяльності суб’єкта підприємництва” [131, с. 10]. І. Должанський дає наступне визначення: “управління інвестиційною діяльністю це сукупність практичних дій та заходів, методів і прийомів, пов’язаних з цілеспрямованим регулюванням руху капіталу, що вкладається в інвестиційні об’єкти з метою отримання прибутку (доходу) або досягнення іншого корисного ефекту” [31]. Визначення І. Новикової було таким: “управління інвестиційною діяльністю - це система принципів, прийомів, методів та управлінських функцій, на основі яких визначаються організаційні форми та механізми управлінського впливу на процеси інвестування з метою забезпечення зростання вартості (цінності) підприємства та його стратегічного розвитку” [78, с. 16].

Таким чином, управління інвестиційною діяльністю підприємства в українській економічній науці переважно трактується як системно організований і цілеспрямований процес розроблення, прийняття та реалізації управлінських рішень щодо формування, розподілу і використання інвестиційних ресурсів задля досягнення додаткового прибутку, зростання вартості підприємства і його стратегічного розвитку.

Отже, управління інвестиційною діяльністю можна визначити як усвідомлену та цілеспрямовану управлінську діяльність щодо організації та забезпечення процесу здійснення інвестицій. Дана діяльність має свої завдання, чинники, принципи, та функції.

Доцільно розмежовувати поняття об'єкта і суб'єкта інвестиційної діяльності та об'єкта і суб'єкта управління інвестиційною діяльністю підприємства. Об'єкти і суб'єкти інвестиційної діяльності характеризують саме сферу інвестування, означають особу або групу осіб, впливають на процес інвестування, та самі предмети вкладень капіталу відповідно.

На противагу, суб'єкти та об'єкти управління інвестиційною діяльністю підприємства є частиною управлінського процесу бізнес-структури. Такими об'єктами можна вважати сукупність процесів, ресурсів та результатів, на які спрямовується управлінський вплив, в тому числі - формування інвестиційних ресурсів, вибір і реалізація інвестиційних проєктів, формування та управління інвестиційним портфелем, також показники ефективності інвестиційної діяльності. Суб'єктами управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури є ті особи та структурні підрозділи, які розробляють, приймають, реалізують, і контролюють інвестиційні рішення. На малих підприємствах функції такого управління зазвичай покладаються на власника або директора, середніх за розміром підприємствах - на спеціального інвестиційного менеджера або загальний центр управління інвестиційною діяльністю в складі фінансової служби, на великих підприємствах - на центри управління інвестиційною діяльністю у складі окремих підрозділів. На більш абстрактному рівні, у бізнес-структурах існує "центр інвестицій" - структурний підрозділ, керівник якого відповідає за використання виділених йому інвестиційних ресурсів і одержання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності [145, с.60-63]. Таким чином, суб'єкт управління інвестиційною діяльністю має організаційно оформлений характер, та може бути як персоніфікованим, так і колегіальним.

Перед бізнес-структурою та, зокрема, суб'єктом управління інвестиційною діяльністю зазвичай стоять певні типові задачі. О. Гудзь та П. Стецюк пропонують такий перелік основних задач управління інвестиційною діяльністю:

- забезпечення достатньої інвестиційної підтримки високих темпів розвитку операційної діяльності підприємства;
- забезпечення максимальної доходності (прибутковості) окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства в цілому при передбаченому рівні інвестиційного ризику;
- забезпечення мінімізації інвестиційного ризику окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності в цілому при передбаченому рівні їхньої доходності (прибутковості);
- забезпечення оптимальної ліквідності інвестицій і можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення інвестиційної діяльності;
- забезпечення формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів та оптимальної їхньої структури у відповідності до прогнозованих обсягів інвестиційної діяльності;
- забезпечення фінансової рівноваги підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності;
- пошук шляхів прискорення реалізації діючої інвестиційної програми підприємства [24, с.15-16].

О. Феєр виділяє наступні завдання управління інвестиційною діяльністю:

- узгодження інвестиційних потреб та можливостей підприємства;
- підбір і використання ефективних інструментів менеджменту;
- стратегічна та поточна максимізація інвестиційного прибутку підприємства;
- мінімізація інвестиційних ризиків підприємства під час реалізації інвестиційної стратегії;
- підтримання оптимального рівня ліквідності інвестицій підприємства;

– підтримання стійкого фінансового стану підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності [132].

Узагальнюючи, зазначимо, що основні завдання управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури пов'язані із забезпеченням необхідними інвестиційними ресурсами, їхньому оптимальному розподілі між об'єктами інвестування, досягненні максимально можливої дохідності за прийняттого рівня ризику, підтриманні ліквідності інвестицій та забезпеченні фінансової стійкості підприємства.

Вирішення завдань управління інвестиційною діяльністю має відбуватися на основі певних принципів, тобто базових методологічних положень, які формують систему підготовки, прийняття, реалізації та контролю інвестиційних рішень. І. Бланк пропонує наступний перелік принципів:

- інтегрованість з загальною системою управління підприємством;
- комплексний характер формування управлінських рішень;
- високий динамізм управління;
- варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень;
- орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства [8, с.47].

Т. Майорова пов'язує принципи управління інвестиційною діяльністю насамперед із місцем інвестиційного менеджменту в загальній системі менеджменту підприємства та виділяє наступні принципи:

- взаємозв'язок із загальною системою управління на підприємстві загалом та з окремими функціональними системами управління зокрема.
- спрямованість дій інвестиційного менеджменту на досягнення конкретних цілей інвестування;
- визначення напрямів інвестиційного менеджменту залежно від об'єктів інвестування;

- єдність інвестиційної стратегії та інвестиційного менеджменту на підприємстві;
- єдність інвестиційних цілей, результатів інвестиційної діяльності та засобів їх досягнення;
- комплекtnість інвестиційного менеджменту, що передбачає планування, аналіз, регулювання та контроль за інвестиційною діяльністю;
- розробка методів та засобів інвестиційного менеджменту з урахуванням підвищення ефективності виробництва, збільшення прибутку та мінімізації інвестиційних ризиків [60, с.41].

О. Феєр пропонує більш прикладний перелік принципів, що підкреслює не лише стратегічний, але і процедурний характер управління інвестиційною діяльністю:

- ефективність;
- економічність;
- комплексний та системний підхід до формування управлінських рішень;
- наявність зворотного зв'язку;
- динамізм управління;
- поліваріантність підходів до розроблення окремих управлінських рішень;
- орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства та узгодженість із ними [132].

Таким чином, узагальнюючи ідеї українських дослідників, можемо зазначити, що принципи управління інвестиційною діяльністю підприємства формують методологічну основу прийняття інвестиційних рішень. До найбільш важливих принципів належать: інтегрованість із загальною системою управління підприємством, стратегічна спрямованість, комплексність, ефективність, гнучкість, альтернативність та наявність зворотного зв'язку.

Функції управління інвестиційною діяльністю варто розглядати як відносно відокремлені напрями управлінського впливу, за допомогою яких забезпечується підготовка, прийняття, реалізація і контроль інвестиційних рішень. О. Гудзь та П. Стецюк виділяють наступні функції інвестиційного менеджменту як управлінської системи:

- розробка інвестиційної стратегії підприємства;
- створення організаційних структур, що забезпечують прийняття і
- реалізацію управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності;
- формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують
- обґрунтування альтернативних варіантів інвестиційних рішень;
- здійснення аналізу різних аспектів інвестиційної діяльності;
- здійснення планування інвестиційної діяльності підприємства за її основними напрямками;
- розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в області інвестиційної діяльності;
- здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень у сфері інвестиційної діяльності. [24, с.16-17]

І. Вініченко пропонує поділ функцій управління інвестиційною діяльністю на загальні та специфічні [16]. До загальних віднесено загальноуправлінські функції - планування, організація, аналіз, контроль, а також, зокрема, розробку інвестиційної стратегії підприємства, інформаційне забезпечення процесу прийняття інвестиційних рішень. До специфічних функцій, що безпосередньо пов'язані із процесом інвестування, віднесено, зокрема, формування інвестиційних ресурсів та управління інвестиціями.

Т. Майорова виокремлює наступні функції інвестиційного менеджменту:

- дослідження поточного стану інвестиційного ринку та прогнозування зміни його кон'юнктури;
- розробка стратегічних напрямів інвестиційної діяльності підприємства;
- пошук та оцінювання найефективніших об'єктів інвестування;
- розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів суб'єкта інвестиційної діяльності залежно від об'єкта інвестування;
- формування та оцінювання інвестиційного портфеля за критеріями дохідності ризику та ліквідності;
- управління реалізацією окремих програм та проєктів;
- пошук найефективніших заходів мінімізації інвестиційних ризиків;
- здійснення ефективного контролю за реалізацією інвестиційної діяльності [60, с.42].

Отже, функції управління інвестиційною діяльністю підприємства в науковій традиції прийнято тлумачити як багаторівневу систему, яка поєднує загальні функції менеджменту зі спеціальними функціями, що є обумовленими змістом інвестиційного процесу. Такий підхід дає змогу розглядати інвестиційну діяльність не лише як сукупність окремих актів вкладення капіталу, але і як цілісно керовану систему, що інтегрована у загальну стратегію розвитку підприємства та підпорядкована вимогам ефективності, фінансової стійкості, ризик-контролю та довгострокового зростання вартості бізнесу.

Механізм управління інвестиційною діяльністю підприємства в наукових дослідженнях подається як сукупність організаційних структур, методів, важелів і інструментів, за допомогою яких реалізуються стратегічні та тактичні цілі інвестиційного розвитку [28, 53]. На нашу думку, структурно він має включати:

- організаційний блок - систему органів і підрозділів, що ухвалюють інвестиційні рішення та забезпечують їх реалізацію;

– економічний і фінансовий блок - методи бюджетування, оцінювання вартості капіталу, вибору структури фінансування, управління грошовими потоками;

– правовий блок - внутрішні регламенти, положення, договори, а також дотримання вимог законодавства щодо інвестування та захисту прав інвестора;

– інформаційно-аналітичний блок - системи збирання, оброблення та аналізу інформації про інвестиційні можливості, ризики та результати реалізації проєктів.

Процес управління інвестиційною діяльністю підприємства доцільно розглядати як послідовність взаємопов'язаних етапів, що утворюють замкнений управлінський цикл (див. рис.1.1):

1) аналітичний етап - оцінювання внутрішнього інвестиційного потенціалу підприємства, аналіз ринкової кон'юнктури, вивчення можливостей залучення зовнішніх джерел фінансування, ідентифікація інвестиційних можливостей і загроз;

2) формування інвестиційної стратегії та політики - визначення пріоритетних напрямів інвестування, цільової структури активів, бажаного рівня ризику, горизонтів інвестування та критеріїв відбору інвестиційних проєктів;

3) пошук, відбір та оцінювання інвестиційних проєктів - формування пулу потенційних проєктів, їх техніко-економічне обґрунтування, розрахунок показників ефективності на основі дисконтованих грошових потоків, аналіз ризиків і чутливості ключових параметрів;

4) прийняття інвестиційних рішень і визначення структури фінансування – ранжування проєктів за обраними критеріями, узгодження їх із загальною стратегією підприємства, вибір джерел та умов фінансування, ухвалення рішень на рівні органів корпоративного управління;

5) реалізація інвестиційних проєктів - організація виконання проєктів, управління термінами, бюджетами, якістю, ресурсним забезпеченням, а також взаємодією внутрішніх і зовнішніх учасників.

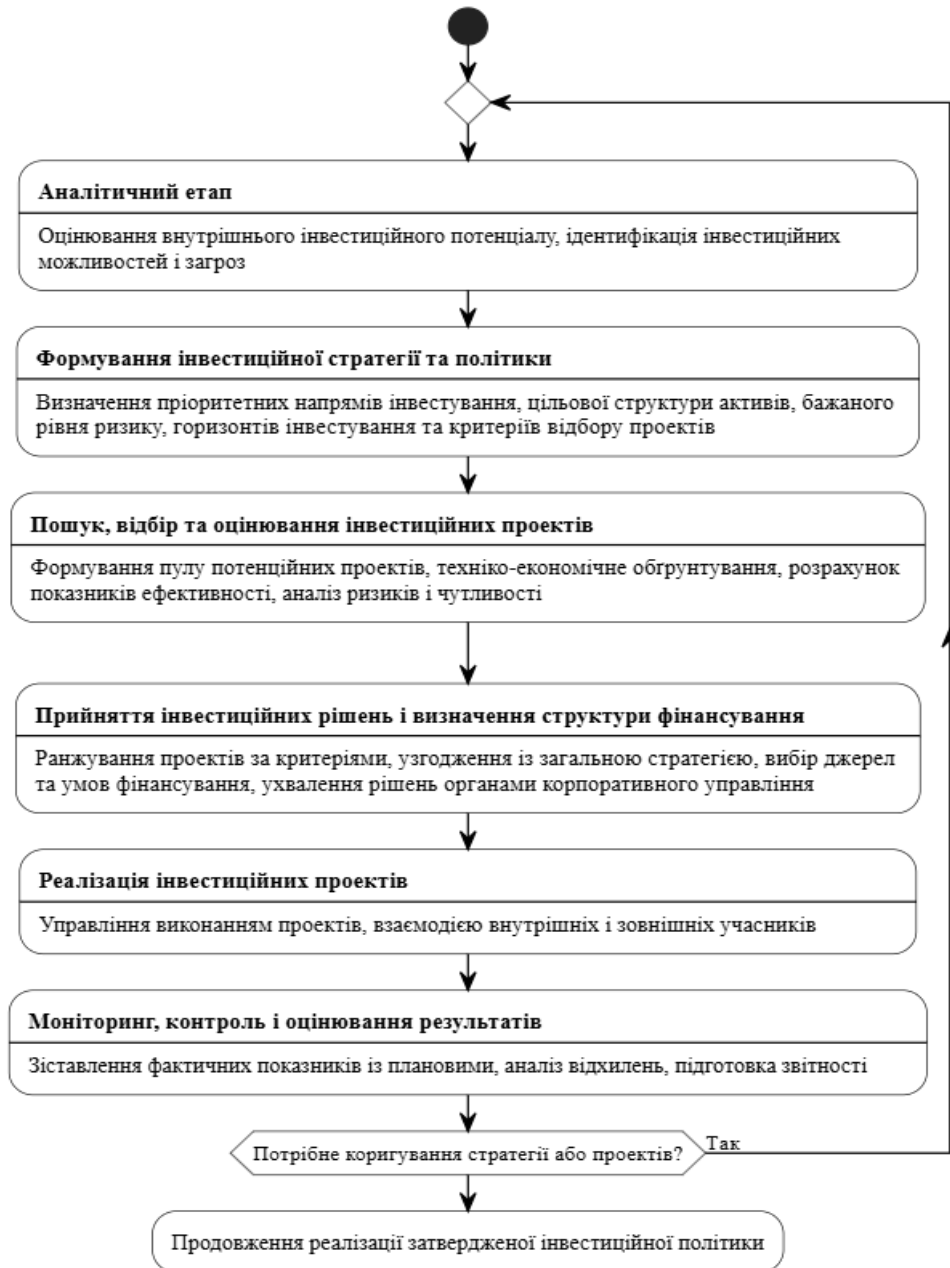


Рис 1.1. Процес управління інвестиційною діяльністю підприємства*
*розроблено автором на основі [26, 87, 60, 131]

б) моніторинг, контроль і оцінювання результатів - зіставлення фактичних показників із плановими, аналіз причин відхилень, підготовка звітності для стейкхолдерів, коригування інвестиційної стратегії на основі отриманого досвіду.

Циклічний характер зазначеного процесу забезпечує можливість безперервного вдосконалення системи управління інвестиціями, підвищення якості управлінських рішень та адаптації підприємства до змін внутрішнього і зовнішнього середовища.

Забезпечення комплексного характеру формування довгострокових цілей інвестиційної діяльності та механізмів їх досягнення відбувається у процесі створення інвестиційної стратегії бізнес-структури. О. Гуторов визначає інвестиційну стратегію як систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що обумовлені загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією. Науковець зазначає, що формування інвестиційної стратегії має відбуватися з опорою наступні критерії її доцільності:

- узгодженість з фінансовими ресурсами, які можуть бути спрямовані на інвестиційну діяльність;
- 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;
- узгодженість запланованих інвестицій із загальноекономічними умовами зовнішнього для підприємства середовища [26].

А. Пересада [87], Т. Майорова [60], В. Федоренко [131] характеризують інвестиційну стратегію як систему довгострокових цілей та засобів їх досягнення. Н. Хрущ визначає інвестиційну стратегію як узагальнену модель перспективного

розвитку суб'єкта господарювання із визначеними стратегічними цілями, технологіями, ресурсами і системою управління [137]. Таким чином, українські дослідники однакові у тому, що інвестиційна стратегія має містити довгострокові цілі, але мають різні думки щодо того, наскільки детально і як саме мають бути розроблені методи досягнення цих цілей.

І. Відоменко та Є. Кривша систематизували підходи українських дослідників щодо визначення складових процесу формування інвестиційної стратегії [14]. Результати їх дослідження із врахуванням більш нових публікацій, наведені у таблиці 1.1. Як бачимо, погляди науковців певною мірою різняться, а кількість складових варіюється від 5 у А. Пересади до 11 у Л. Штанько. Найбільш поширеними у працях науковців є наступні:

- визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії;
- дослідження факторів зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку;
- оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної діяльності;
- визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності;
- оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії.

Ще однією складовою системи управління інвестиційною діяльністю є інвестиційна політика, що посідає проміжне, але водночас системоутворююче місце між загальною стратегією розвитку суб'єкта господарювання, його фінансовою стратегією, інвестиційною стратегією та практичним механізмом добору, фінансування, реалізації та контролю інвестиційних проєктів. Якщо інвестиційна стратегія визначає довгострокову логіку розвитку підприємства через інвестування, то інвестиційна політика конкретизує цю логіку у вигляді принципів, правил, пріоритетів, критеріїв прийняття рішень, джерел

фінансування, допустимого рівня ризику та процедур контролю результативності інвестиційної діяльності.

Таблиця 1.1.

Складові процесу формування інвестиційної стратегії*

Етапи розробки Стратегії	Автори								
	Бланк І.	Більський І., Дудяк Р.	Пересада А.	Свобода Т.	Штанько Л.	Фіщенко О.	Удалих О.	Непогодіна Н.	Гуторов О.
Визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії	+		+	+		+			+
Дослідження факторів зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку	+	+			+	+	+	+	+
Оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної діяльності	+	+			+	+	+	+	+
Визначення інвестиційної позиції організації					+			+	
Визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Побудова дерева цілей					+				
Визначення інвестиційних потреб та інвестиційних можливостей підприємства		+					+	+	
Аналіз стратегічних альтернатив і вибір стратегічних напрямків та форм інвестиційної діяльності	+					+			+
Формування стратегічних альтернатив та вибір інвестиційної стратегії		+			+		+	+	
Розробка найдоцільніших шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності			+						
Визначення напрямів фінансування та джерел фінансування	+			+		+			+
Підбір інвестиційних проєктів з урахуванням стратегічних напрямів й добраних фінансових ресурсів та їх джерел						+		+	
Формування інвестиційної політики по основних аспектах інвестиційної діяльності	+								+
Розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення реалізації інвестиційної стратегії	+								
Визначення типу і складу інвестиційного портфеля								+	
Конкретизація інвестиційної стратегії за періодами її впровадження			+	+		+			
Формування інвестиційної стратегії для забезпечення збалансованого розвитку підприємства								+	
Підготовка кінцевого стратегічного плану інвестиційної діяльності		+					+		
Реалізація інвестиційної стратегії		+			+		+		
Розробка стратегічного проєкту					+				
Розробка плану реалізації проєкту					+				
Організація стратегічного контролю процесу реалізації проєкту					+				
Оцінка ефективності процесу реалізації та проведення необхідних коригувань проєкту, стратегій, цілей					+				
Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії	+		+	+		+			+
Перегляд стратегії у залежності від зміни зовнішніх умов та становища підприємства				+					

*сформовано автором за [14, 26]

У сучасній українській науковій літературі не сформувалося єдиного універсального визначення інвестиційної політики підприємства. Це пов'язано з багатовимірністю самої категорії: вона може розглядатися як частина загальної стратегії підприємства, як елемент фінансового менеджменту, як механізм реалізації інвестиційної стратегії, як сукупність управлінських рішень щодо реальних і фінансових інвестицій або як система організаційно-економічних заходів, спрямованих на залучення й ефективне використання інвестиційних ресурсів. Зокрема, у статті А. Колесніченко та М. Купригіна зазначено, що трактування поняття “інвестиційна політика” варіюються залежно від авторських підходів, а ключовими аспектами цієї категорії є стратегічне планування, регулювання, стимулювання та вплив на розподіл ресурсів [48].

У працях українських дослідників часто простежується стратегічний підхід до визначення інвестиційної політики. Так, у викладі М. Полякова, який узагальнює підходи І. Бланка, М. Лугової, І. Цимбалюк, Н. Павліхи та Д. Черваньова, інвестиційна політика розглядається як частина загальної або фінансової стратегії підприємства, що полягає у виборі та реалізації найбільш ефективних форм реальних і фінансових інвестицій для забезпечення розвитку підприємства, оновлення виробничого потенціалу й розширення економічних можливостей суб'єкта господарювання [90]. Такий підхід є важливим, оскільки він підкреслює не лише факт здійснення інвестицій, а й їх підпорядкованість довгостроковим цілям підприємства.

Водночас інша група наукових підходів акцентує увагу на організаційно-управлінському змісті інвестиційної політики. У цьому контексті інвестиційна політика підприємства постає не тільки як стратегічний намір, а як комплекс теоретичних рішень, практичних дій і заходів, що здійснюються підприємством у межах завдань його розвитку. В. Гурочкіна, аналізуючи інвестиційну політику підприємства крізь призму стейкхолдерів, зазначає, що її формування має

забезпечувати оптимальні умови вкладення власного, позикового та інших видів капіталу для розширення активів об'єкта інвестування; у межах такої політики визначаються пріоритетні напрями інвестиційної діяльності, характер формування інвестиційних ресурсів, а також етапи реалізації коротко- і довгострокових цілей підприємства [25].

З огляду на це інвестиційну політику підприємства доцільно визначати як цілісну систему стратегічних орієнтирів, принципів, управлінських рішень, організаційно-фінансових процедур і контрольних механізмів, за допомогою яких підприємство формує, розподіляє та використовує інвестиційні ресурси для реалізації реальних, фінансових та інноваційних інвестицій з метою забезпечення довгострокового розвитку, підвищення вартості бізнесу, підтримання фінансової стійкості та зміцнення конкурентних позицій. У цьому визначенні важливо виділити декілька змістових компонентів. По-перше, інвестиційна політика має стратегічний характер, оскільки спрямована не на разове розміщення капіталу, а на забезпечення сталого розвитку підприємства в довгостроковому періоді. По-друге, вона має ресурсний вимір, адже передбачає визначення джерел фінансування інвестицій: власного капіталу, нерозподіленого прибутку, амортизаційних відрахувань, банківських кредитів, облігаційних позик, лізингових інструментів, державної підтримки, коштів інституційних або стратегічних інвесторів. По-третє, вона має ризиковий вимір, оскільки будь-яке інвестиційне рішення пов'язане з невизначеністю майбутніх грошових потоків, строків окупності, вартості капіталу, ринкової кон'юнктури, регуляторного середовища та технологічних змін. По-четверте, вона має організаційний вимір, оскільки потребує чіткого розподілу повноважень між власниками, радою директорів, фінансовою службою, інвестиційним комітетом, казначейством, ризик-менеджментом, бухгалтерією та підрозділами, відповідальними за реалізацію інвестиційних проєктів.

Формування інвестиційної політики підприємства доцільно розглядати як послідовний процес. На першому етапі здійснюється аналіз стратегічних цілей підприємства, його фінансового стану, інвестиційного потенціалу, структури активів і потреб у розвитку. На другому етапі визначаються пріоритетні напрями інвестування: реальні інвестиції, фінансові інвестиції, інноваційні інвестиції, інвестиції в людський капітал, цифровізацію, енергоефективність або екологічну модернізацію. На третьому етапі встановлюються критерії добору інвестиційних рішень: чиста приведена вартість, внутрішня норма дохідності, строк окупності, індекс прибутковості, вплив на ліквідність, стратегічна значущість, ризик-профіль і відповідність корпоративним обмеженням. На четвертому етапі визначаються джерела фінансування та структура капіталу. На п'ятому етапі створюється система організаційного забезпечення: розподіл відповідальності, процедури погодження, порядок підготовки інвестиційного меморандуму, контроль виконання бюджету, постінвестиційний моніторинг. На шостому етапі здійснюється оцінювання результатів і коригування політик. Таким чином, інвестиційна політика підприємства є не просто декларацією намірів щодо інвестування, а формалізованою управлінською системою, яка поєднує стратегічні цілі, фінансові можливості, ресурсні обмеження, ризик-менеджмент, організаційні процедури та механізми контролю. Її наукове значення полягає в тому, що вона дозволяє перейти від фрагментарних інвестиційних рішень до системного управління інвестиційною діяльністю. Її практичне значення полягає в забезпеченні узгодженості між довгостроковими цілями розвитку підприємства, поточними фінансовими можливостями, вимогами власників, інтересами стейкхолдерів і умовами зовнішнього інвестиційного середовища.

Таким чином, інвестиційна політика підприємства є не просто декларацією намірів щодо інвестування, а формалізованою управлінською системою, яка поєднує стратегічні цілі, фінансові можливості, ресурсні обмеження, ризик-

менеджмент, організаційні процедури та механізми контролю. Її наукове значення полягає в тому, що вона дозволяє перейти від фрагментарних інвестиційних рішень до системного управління інвестиційною діяльністю. Її практичне значення полягає в забезпеченні узгодженості між довгостроковими цілями розвитку підприємства, поточними фінансовими можливостями, вимогами власників, інтересами стейкхолдерів і умовами зовнішнього інвестиційного середовища.

Особливе значення має розмежування інвестиційної політики, інвестиційної стратегії та інвестиційної програми. Інвестиційна стратегія відповідає на питання про довгостроковий напрям розвитку підприємства через інвестиції: які ринки, активи, технології, виробничі потужності або фінансові інструменти мають забезпечити майбутню конкурентоспроможність. Інвестиційна політика відповідає на питання про правила й принципи реалізації цієї стратегії: як саме ухвалюються рішення, які критерії прийнятності застосовуються, які джерела фінансування дозволені, які ризики є прийнятними, хто відповідає за контроль. Інвестиційна програма, своєю чергою, є вже конкретизованим набором проєктів, заходів, бюджетів, строків і відповідальних осіб.

У системі управління інвестиційною діяльністю підприємства інвестиційна програма є інструментом переходу від стратегічних намірів до практичної реалізації інвестиційних рішень. У науковій літературі інвестиційна програма підприємства розглядається не як ізольований перелік проєктів, а як цілісна система узгодження інвестиційних рішень із цілями економічного розвитку підприємства, наявними фінансовими ресурсами, часовими обмеженнями, допустимим рівнем ризику та очікуваною ефективністю. Г. Отливанська підкреслює, що інвестиційна діяльність підприємства зазвичай включає одночасну реалізацію набору інвестиційних рішень щодо стратегічних і

тактичних завдань розвитку, які відрізняються пріоритетом, обсягом інвестування, рівнем ефективності та строками корисності; саме тому ці характеристики мають бути узгоджені в межах прийнятої на підприємстві інвестиційної програми [84]. З огляду на це, інвестиційну програму підприємства доцільно визначати як документально оформлений і економічно обґрунтований комплекс взаємопов'язаних інвестиційних проєктів, заходів і управлінських рішень, спрямованих на реалізацію інвестиційної стратегії підприємства в межах визначеного періоду, наявних або залучених фінансових ресурсів, встановленого рівня ризику та очікуваних показників економічної ефективності.

За змістом інвестиційна програма є більш конкретною категорією, ніж інвестиційна політика, але ширшою, ніж окремий інвестиційний проєкт. Інвестиційна політика встановлює загальні правила інвестування: допустимі напрями вкладення капіталу, критерії ефективності, межі прийняттого ризику, джерела фінансування, порядок ухвалення рішень і контролю. Інвестиційна програма перетворює ці правила на практичний набір дій: які саме проєкти будуть реалізовані, у які строки, за рахунок яких ресурсів, у якій послідовності, з якими очікуваними результатами та за якими контрольними показниками. Окремий інвестиційний проєкт, своєю чергою, є одиницею такої програми, тобто конкретним об'єктом вкладення капіталу з визначеним бюджетом, строком реалізації, грошовими потоками, ризиками та очікуваним ефектом.

У межах стратегічного, тактичного та оперативного управління інвестиційною діяльністю інвестиційна програма виконує роль механізму тактичної конкретизації стратегії. Л. Галько зазначає, що тактичне управління інвестиційною діяльністю здійснюється відповідно до сформованих стратегічних цілей і в межах поточних фінансових можливостей підприємства; у межах такого управління відбувається деталізація інвестиційної стратегії за етапами її реалізації, часове і просторове узгодження управлінських рішень, а також

конкретизація форм і методів досягнення поставлених цілей [18]. Інвестиційна програма підприємства має декілька ключових ознак. По-перше, вона є цільовою, оскільки формується не довільно, а відповідно до стратегічних завдань розвитку підприємства: розширення виробництва, модернізації основних засобів, підвищення енергоефективності, цифровізації, виходу на нові ринки, диверсифікації діяльності, зміцнення конкурентних позицій або формування портфеля фінансових інструментів. По-друге, вона є ресурсно обмеженою, оскільки обсяг запланованих інвестицій не може перевищувати доступні джерела фінансування без порушення фінансової стійкості підприємства. По-третє, вона є часово визначеною, адже включає строки підготовки, фінансування, реалізації та завершення інвестиційних проєктів. По-четверте, вона є ризик-орієнтованою, оскільки відбір проєктів має враховувати не лише очікувану дохідність, а й ймовірність відхилення фактичних результатів від планових. По-п'яте, вона є контрольованою, оскільки потребує системи моніторингу, звітності, коригування та постінвестиційного аналізу. Також, значну увагу приділяють саме проблемі оптимального формування інвестиційної програми. У моделі, яку аналізує Г. Отливанська, до програми включаються лише ті об'єкти, які відповідають одночасно декільком критеріям: забезпечують позитивний чистий приведений дохід, мають ефективність не нижчу за базову ставку залучення капіталу, не перевищують доступний обсяг фінансових ресурсів підприємства та відповідають установленому граничному рівню ризику [84]. Такий підхід дозволяє розглядати інвестиційну програму як портфель інвестиційних рішень, сформований в умовах обмеженого бюджету, ризику та пріоритетності реалізації. Л. Сорокіна та А. Гойко наголошують на необхідності визначення умов і критеріїв, дотримання яких дозволяє сформувати оптимальну інвестиційну програму, а також на потребі її коригування у разі зміни умов зовнішнього і внутрішнього середовища [116]. Це положення дає підстави трактувати

інвестиційну програму як адаптивний управлінський інструмент, а не як статичний план, затверджений один раз на весь період реалізації.

На нашу думку, важливою особливістю інвестиційної програми є те, що її не можна оцінювати лише як суму окремих інвестиційних проєктів. У межах програми між проєктами можуть виникати взаємозв'язки: технологічні, фінансові, часові, організаційні та стратегічні. Один проєкт може створювати передумови для реалізації іншого; окремі проєкти можуть конкурувати за фінансові ресурси; деякі заходи можуть мати синергійний ефект лише за умови спільної реалізації. Саме тому інвестиційна програма потребує не механічного включення всіх потенційно прибуткових проєктів, а портфельного підходу, за якого оцінюється загальна відповідність програми стратегічним цілям, фінансовим можливостям і ризиковому профілю підприємства. З практичного погляду, інвестиційна програма має бути документом управлінської координації. Вона повинна давати відповідь на питання: які проєкти реалізуються; чому саме вони обрані; які ресурси потрібні; які джерела фінансування використовуються; які строки реалізації; які підрозділи відповідають за виконання; які фінансові та нефінансові показники будуть досягнуті; які ризики є критичними; які умови можуть вимагати перегляду програми.

За функціональним призначенням інвестиційні програми підприємства можуть бути класифіковані на програми розвитку виробничого потенціалу, програми модернізації, програми інноваційного оновлення, програми енергоефективності, програми цифрової трансформації, програми екологічної модернізації, програми фінансового інвестування, програми диверсифікації бізнесу, програми придбання корпоративних прав або злиття і поглинань. Для підприємств, що активно працюють на організованих ринках капіталу, окремого значення набувають інвестиційні програми, пов'язані з формуванням портфеля

фінансових інструментів, управлінням ліквідністю, розміщенням тимчасово вільних коштів, хеджуванням ризиків і підтриманням стратегічного резерву.

Виходячи із вищезазначеного, ми вважаємо, що структурно інвестиційна програма підприємства може включати такі основні елементи:

- мету програми;
- стратегічне обґрунтування;
- перелік інвестиційних проєктів;
- характеристику кожного проєкту;
- аналіз взаємозв'язків інвестиційних проєктів між собою;
- бюджет програми;
- джерела фінансування;
- календарний план реалізації;
- прогноз грошових потоків;
- показники ефективності;
- оцінку ризиків;
- систему відповідальності;
- порядок моніторингу;
- процедуру коригування;
- очікуваний економічний, фінансовий, виробничий, соціальний або екологічний ефект.

З практичного погляду інвестиційна програма має бути документом управлінської координації. Вона повинна давати відповідь на питання: які проєкти реалізуються; чому саме вони обрані; які ресурси потрібні; які джерела фінансування використовуються; які строки реалізації; які підрозділи відповідають за виконання; які фінансові та нефінансові показники будуть досягнуті; які ризики є критичними; які умови можуть вимагати перегляду програми. Без такої деталізації інвестиційна програма ризикуватиме стати

декларативним переліком намірів, що не забезпечує належного управлінського контролю. Таким чином, інвестиційну програму підприємства доцільно розглядати як формалізований механізм практичного втілення інвестиційної стратегії, який забезпечує перехід від загальних цілей і правил інвестування до системи конкретних проєктів, ресурсів, строків, показників ефективності та контрольних процедур. Її наукове значення полягає в тому, що вона дозволяє інтегрувати стратегічний, фінансовий, ризиковий і проєктний підходи до управління інвестиційною діяльністю. Її практичне значення полягає в забезпеченні цілеспрямованого, ресурсозбалансованого та контрольованого використання інвестиційного капіталу підприємства.

Після розкриття сутності інвестиційної стратегії, інвестиційної політики та інвестиційної програми підприємства, перейдемо до аналізу інструментального забезпечення управління інвестиційною діяльністю. Для практичної реалізації сформованих орієнтирів підприємству необхідно мати методичний апарат оцінювання доцільності інвестиційних рішень.

1.2 Теоретичні основи прийняття інвестиційних рішень та особливості організованих ринків капіталу з точки зору здійснення інвестицій

Зважаючи на критичну роль інвестицій для розвитку бізнес-структур, різноманітні аспекти прийняття інвестиційних рішень знаходяться у центрі уваги дослідників вже досить тривалий час.

I. Фішер у 1930 р. показав, що основною ціллю компанії має бути максимізація її поточної вартості, а не реалізація власних ідей та бажань її власників, інвестиційні рішення мають прийматися незалежно від рішень щодо залучення фінансування, а цінність інвестиційної можливості не залежить від джерела фінансування її реалізації. В кінцевому результаті, через збільшення прибутків і вартості компанії, її власники також отримають вигоди та будуть задоволені [195]. Також він описав принципи використання відсоткових ставок у інвестуванні та оцінки інвестиційних можливостей на основі порівняння приведеної поточної вартості майбутніх грошових потоків [183]. З досліджень I. Фішера випливає, що інвестиційні можливості компанії мають оцінюватися незалежно від інших дуже важливих стратегічних питань, таких як залучення фінансування компанії та індивідуальні фінансові, часові та ризикові інтереси власників, що значно спрощує методи оцінки інвестиційних можливостей та порівняння інвестиційних альтернатив між собою. В основі оцінки інвестиційних можливостей мають лежати майбутні грошові потоки та ставки їх дисконтування, а менеджмент має обирати ті інвестиції, що максимізують чисту приведену вартість компанії. Стратегія розвитку бізнес-структури має концентруватися на інвестиційних проєктах з позитивною чистою приведеною вартістю, і має реалізовувати чіткий алгоритм: спочатку - відбір інвестиційних проєктів, і лише потім - вибір джерел їх фінансування та розподіл грошових потоків між власниками компанії.

Дж. Дін описав [165] таке поняття як бюджетування капітальних інвестицій - процес визначення, оцінювання, планування та фінансування інвестиційних проєктів. Дослідник робить акцент на використанні аналізу дисконтованих грошових потоків та концепції вартості капіталу компанії як критично важливого критерію прийняття інвестиційних рішень. До цього багато компаній при прийнятті інвестиційних рішень використовували спрощені критерії, такі як термін окупності. Дж. Дін наполягав на тому, що для оцінки інвестиційних можливостей потрібно визначати їхню чисту приведену вартість, дисконтуючи очікувані грошові потоки на вартість капіталу, щоб врахувати часовий фактор та додаткові ризики. Цей підхід допоміг популяризувати використання чистої приведеної вартості (NPV) та внутрішньої норми дохідності (IRR) у практиці бізнес-структур. Рекомендуючи прийняття інвестиційних рішень з урахуванням загальної вартості фінансування компанії та замінивши відсоткову ставку на середньозважену вартість капіталу, Дж. Дін реалізував теоретичні ідеї І. Фішера у простих прикладних методах. Праці Дж. Діна принесли академічну точність в практику корпоративного інвестиційного менеджменту. Бізнес-структури почали вираховувати свою середньозважену вартість капіталу, і використовувати її як ключовий критерій при визначенні доцільності реалізації інвестиційних проєктів та їхньої пріоритезації [209].

Г. Марковіц у своїй Сучасній портфельній теорії [202] запропонував розглядати інвестиційні активи не окремо один від одного, а у їх сукупності, як інвестиційний портфель. І, відповідно, управляючи інвестиціями, управляти інвестиційним портфелем, а не окремими активами. Дослідник показав, що варто не просто обирати інвестиційні можливості з найвищою індивідуальною дохідністю, а розглядати співвідношення ризику та дохідності кожної інвестиції в контексті усього портфеля. Шляхом оптимізації середньої дисперсії Г. Марковіц продемонстрував, як оптимально поєднувати індивідуальні інвестиції,

враховуючи їхню очікувану дохідність та ризик (тобто дисперсію дохідностей), щоб збалансувати співвідношення ризик-дохідність усього інвестиційного портфелю. За його визначенням, ефективний портфель - це такий набір активів, який забезпечує максимальну очікувану дохідність для заданого рівня ризику або мінімальний ризик для заданого рівня дохідності. Сукупність оптимальних портфелів утворюють межу ефективності на площині “ризик - дохідність”, і на цій межі лежать найкращі з можливих комбінацій активів, від портфеля мінімальної дисперсії до портфеля максимального очікуваного доходу. Жоден з цих портфелів не може бути покращений за ризиком чи дохідністю без погіршення іншого параметра. Всі інші портфелі, які знаходяться нижче або праворуч від межі ефективності, вважаються неоптимальними. Дана концепція ввела інвесторів у нову парадигму вибору портфелю, де диверсифікація стала центральним елементом: комбінуючи активи, що рухаються не синхронно, можна знизити ризик без пропорційного зниження очікуваного прибутку.

Дж. Тобін доповнив теорію Марковіца, показавши роль безризикового активу у інвестиційному портфелі. У теоремі про розділення дослідник стверджує, що інвестор, поєднуючи безризиковий інструмент із ризиковими, фактично отримує можливість зробити оптимальний вибір із прийнятним рівнем ризику. Структура ризикового портфелю визначається окремо, а загальний рівень ризику регулюється часткою безризикового активу або кредитним плечем.

Розвиваючи ідеї Г. Марковіца та Дж. Тобіна, дослідники В. Шарп, Дж. Лінтнер, Я. Моссін розробили Модель ціноутворення капітальних активів (САРМ) [218, 197, 206]. В. Шарп розділив загальний інвестиційний ризик на систематичний (ринковий) та несистематичний (залишковий, переважно специфічний для конкретного об'єкта інвестування та пов'язаний з його особливостями), та показав, що на ефективному ринку тільки систематичний ризик оплачується (генерує дохід), а несистематичний - може бути нівельований

шляхом диверсифікації інвестиційного портфелю. В. Шарп також розробив одноіндексну модель [217], що значно спростила теорію управління інвестиційним портфелем, через припущення, що більшість змін ціни індивідуального активу спричинені загальноринковими факторами. Тобто, дохідність активу є лінійною функцією від дохідності ринку.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \times R_m + \varepsilon_i, \quad (1.1)$$

де R_i - дохідність акції i ;

α_i - додаткова специфічна дохідність акції i ;

β_i - чутливість дохідності акції i до дохідності ринку;

R_m - дохідність ринку;

ε_i - випадкова змінна.

Із допомогою цієї моделі, портфельні менеджери отримали простий та надійний спосіб оцінювання α та β активів через регресійний аналіз на основі історичних даних.

В. Шарп також формалізував культуру оцінки якості дохідності. Коефіцієнт Шарпа дозволяє порівнювати різні інвестиційні альтернативи через визначення того, наскільки добре дохідність активу компенсує ризик, що пов'язаний із інвестиціями у цей інструмент. Вище значення коефіцієнту Шарпа означає вищу дохідність з урахуванням ризику.

$$S = \left(\frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \right), \quad (1.2)$$

де S - коефіцієнт Шарпа;

R_p - дохідність портфеля;

R_f - безризикова ставка;

σ_p - стандартне відхилення дохідності портфеля.

Таким чином, В. Шарп розробив зручний прикладний інструментарій CAPM, який і досі широко використовується інвесторами, зокрема, портфельними менеджерами.

Дж. Лінтнер адаптував ідеї CAPM до корпоративних фінансів та показав, що ціна ризику, що виникає на ринку, безпосередньо визначає норму дохідності, яку має забезпечувати інвестиційний проєкт, щоб бути привабливим для акціонерів. Компанія має враховувати ринкові умови, визначаючи ставки дисконтування для власних інвестиційних проєктів, адже занижені ставки не компенсують систематичного ризику і, врешті, призведуть до збитків відносно ринкових альтернатив, а завищені ставки призведуть до відмови від певних інвестиційних проєктів, які могли би створити додаткову дохідність понад доступну на відкритому ринку, тобто так само - до економічних збитків.

Я. Моссін розробив модель загальної рівноваги для ринку капітальних активів, яка забезпечила надійну основу для таких концепцій, як ринкова лінія (яка пов'язує очікувану дохідність та стандартне відхилення дохідності) та ціна ризику, та визначила ключові властивості рівноважних портфелів та способи оцінки активів в умовах невизначеності. Дослідник продемонстрував, що раціональна поведінка інвесторів щодо уникнення ризику призводить до стабільної ринкової рівноваги, що характеризується лінійною залежністю між очікуваною дохідністю та ризиком, значною мірою незалежно від конкретних активів та їх структури.

Підсумовуючи, CAPM вплинула на теорію інвестування в наступних напрямках: стандартизувала поняття вартості капіталу та премії за ризик; формалізувала моделювання різних видів доходів та ризиків на основі лінійних

залежностей; легітимізувала пасивне інвестування та бенчмарки. Попри наступні покращення, CAPM і сьогодні широко використовується як базова модель у двох типах задач: визначення очікуваної норми дохідності (або вартості капіталу) та для вимірювання результативності портфельного менеджменту.

Праці дослідника Ю. Фама [171-175] формалізували гіпотезу ефективного ринку, не в тому сенсі, що ціни “завжди справедливі”, а в тому, що ціни швидко та конкурентно відображають доступну інформацію. Тому систематично отримувати надприбутки без прийняття додаткового ризику або без інформаційної переваги вкрай складно. Ю. Фама також розвивав емпіричний апарат дослідження того, як швидко і наскільки точно ринок реагує на нову інформацію. Ще одним важливим внеском дослідника стала критика однофакторних моделей ризику за CAPM, що дало поштовх подальшим розробкам багатфакторних моделей.

К. Френч [174, 175] зробив значний внесок у розвиток емпіричних досліджень: перетворив розрізнені “аномалії”, відхилення від CAPM, на структуровані фактори, які стало можливо використовувати для пояснення дохідностей, вимірювання ризиків та побудови інвестиційних портфелів. К. Френч стандартизував способи побудови факторів через сортування портфелів, правила ребалансування та зважування. Фактори стали відтворюваними, порівнюваними між дослідженнями та придатними до практичного використання.

Подальший розвиток CAPM був пов'язаний із подоланням її початкових обмежень. ICAPM Р. Мертона [204] враховує можливість змін в економіці протягом часу, зокрема, змін очікуваних премій за ризик, інфляції, доступних інвестиційних активів, і показує, що оптимальний портфель включає не лише ринковий компонент, а й хеджування змін набору інвестиційних можливостей. SСАРМ дослідників Р. Лукас, Д. Бріден [199, 160] пропонує замінити ринкову

бету бетою (коваріацією) із питомим споживанням, і, таким чином, більш точно враховувати економічні цикли. Теорія арбітражного ціноутворення (АРТ) С. Росса пропонує прогнозувати дохідності на основі багатьох факторів та відповідних фактор-специфічних коефіцієнтів чутливості (бет), а наявність відхилень реальних цін від справедливих вважає тимчасовим явищем та нагодою для арбітражу, тобто заробітку на цій різниці. Ф. Блек та М. Шоулз створили модель ціноутворення опціонів, відому як модель Блека-Шоулза, що дозволила оцінювати похідні цінні папери та управляти ризиками, які мають нелінійну природу [159].

Поступово науковці прийшли до консолідації навколо загальної ідеї: справедлива ціна активу дорівнює математичному сподіванню доходу від володіння ним, скоригованому на стохастичний дисконтний фактор (SDF). SDF економічно представляє граничну корисність споживання. У кризові часи SDF високий, у часи економічного зростання - низький.

$$P_t = E_t[M_{t+1}X_{t+1}], \quad (1.3)$$

де P_t - поточна ціна активу;

E_t - умовне математичне сподівання на основі інформації, доступної в момент t ;

M_{t+1} - стохастичний дисконтний фактор;

X_{t+1} - випадкова величина майбутнього доходу.

Після ділення обох частин рівняння на P_t можна отримати базову формулу для валової дохідності R_{t+1} :

$$1 = E_t[M_{t+1}R_{t+1}], \quad (1.4)$$

І далі - формулу надлишкової доходності (або премії за ризик):

$$E_t(R_i) - R_f = -R_f \text{Cov}(M, R_i), \quad (1.5)$$

$E_t(R_i) - R_f$ - надлишкова очікувана доходність;

$\text{Cov}(M, R_i)$ - коваріація між SDF та доходністю активу.

Знак мінус перед коваріацією пояснює природу винагороди за ризик: ризикові активи, які мають позитивну премію, мають від'ємну коваріацію з SDF (тобто $\text{Cov}(M, R_i) < 0$). Це означає, що вони приносять низький дохід, коли SDF високий (кризові часи, коли інвесторам зазвичай потрібні гроші). Оскільки такий актив посилює фінансові проблеми в погані часи, ринок вимагає за нього позитивну премію. Якщо активи мають позитивну коваріацію з SDF (тобто $\text{Cov}(M, R_i) > 0$), то вони приносять високий дохід, коли економіка скорочується. Вони має негативну премію, тобто таку, яка є нижчою за безризикову ставку, і їх називають активами-страховками. Отже, ринок платить не за волатильність активу саму по собі, а за його кореляцію із системним ризиком (SDF).

Перевагою концепції SDF є те, що інші, попередні, моделі є частковими випадками SDF. Будь-яка класична модель ціноутворення активів - це специфічне припущення щодо того, які саме змінні визначають фактор SDF. Наприклад, у CAPM SDF залежить лише від одного фактору - доходності ринку, у APT - залежить від набору фактор-портфелів. Розглянемо особливості різних моделей детально (таблиця 1.2).

Таблиця 1.2

Порівняння моделей ціноутворення активів через призму SDF*

Модель	Чим визначається SDF	Основне джерело ризику
САРМ	Дохідність ринкового портфеля	Падіння загального ринку акцій
Фама-Френч	3 фактори: ринковий, розмір компаній, вартість компаній	Ринковий ризик, ризики, пов'язані з розміром компанії та її фундаментальною ціною
ІСАРМ	Багатство та змінність майбутніх доходів	Ринковий ризик та ризик погіршення майбутніх інвестиційних можливостей
ССАРМ	Гранична корисність споживання	Падіння загального рівня життя
АРТ	Набір довільних факторів	Різні економічні шоки
Блек-Шоулз	Ризик-нейтральна щільність	Ймовірність досягнення ціною певного рівня

*сформовано автором за [185]

Таким чином, концепція SDF є доволі хорошим узагальненням класичних моделей ціноутворення інвестиційних активів. Але, вона має і певні недоліки:

- неспостережуваність безпосередньо SDF - що породжує різні підходи до його визначення;
- неможливість визначити ефективність ринку окремо від моделі ціноутворення;
- невизначеність факторів - не існує чіткої відповіді, які фактори є визначальними, а які - лише створюють викривлення;
- чутливість до функціональної форми - припущення будь-якої моделі щодо функції SDF, можуть виявитися помилковими (наприклад, лінійна функція не може бути застосована для оцінки опціонів);
- емпіричні аномалії - неможливість пояснити певні явища, наприклад, історично значно вищу дохідність акцій у порівнянні з облігаціями [203].

Незважаючи на ці недоліки, концепція SDF залишається золотим стандартом для науки та відправною точкою для практики. Дослідники

намагаються уточнити параметр SDF (наприклад, визначаючи його моделлю машинного навчання), поєднати концепцію SDF із іншими ідеями, або й пропонують цілком альтернативні теорії.

Х. Сміт, Л. Анкум, Л. Тригеоргіс [223, 224] здійснили синтез теорії інвестування, теорії реальних опціонів та теорії ігор, щоб врахувати вплив ринкової структури та конкуренції на прийняття інвестиційних рішень. А. Мігдалас запропонував враховувати агентську проблему (конфліктів інтересів власників та менеджменту), що може виникати при прийнятті інвестиційних рішень, та компенсувати її стандартами корпоративного управління [205]. А. Арастех розвинув ідеї поєднання реальних опціонів та теорії ігор, моделюючи інвестиції з урахуванням конкуренції, інформаційної асиметрії, неповної інформації, дослідник показав, як створити процес оцінки інвестиційних сценаріїв за умов невизначеності [156, 157].

Поведінкові аспекти, тобто такі, що лежать поза моделями раціональної оптимізації, також привертали увагу багатьох дослідників. Д. Канеман, А. Тверські, Д. Ловалло показали, що люди регулярно використовують евристики замість повної раціональної оптимізації, приймають упереджені рішення через надмірний оптимізм та недооцінку ризиків, сприймають втрати більш емоційно, ніж симетричні виграші [192, 193, 198, 230]. Дослідники продемонстрували, що когнітивні викривлення та відповідні помилки у прийнятті рішень є не випадковими, а стабільними і передбачуваними, а також надали інструментарій для побудови гіпотез про ринкову поведінку та інвестиційні аномалії, для компенсації викривлень та упереджень при прийнятті інвестиційних рішень. Г. Шефрін та М. Статман описали регулярний патерн поведінки інвесторів, пов'язаний із відразую до втрат та жагою до швидких прибутків, що призводить до передчасних продажів прибуткових активів, надмірного утримання збиткових активів, неефективного ребалансування, несиметричного ризик-профілю

портфеля. Дослідники також описують ціноутворення у ринковому середовищі, де одночасно існують “торговці шуму”, які роблять когнітивні помилки, та “торговці інформації”. Такий підхід пояснює можливість систематичних емпіричних відхилень від “раціонального” CAPM та показує, як поведінкові помилки можуть співіснувати з конкурентними ринками [221, 222].

Н. Барберіс, А. Шлейфер, Р. Вішни запропонували модель інвесторського сентименту, яка може породжувати патерни недостатньої або надмірної реакції на ринкову інформацію [158]. У сучасній теорії інвестування, зрештою, фактори ціноутворення почали поділяти на фактори систематичного ризику (зокрема, на основі SDF) та фактори неправильного ціноутворення (mispricing factors). Наприклад, Р. Стамбо та Ю. Юан [225] у своїй моделі прямо агрегують інформацію з набору аномалій у фактори неправильного ціноутворення. Таким чином, одна й та сама факторна експозиція може бути інтерпретована і як премія за ризик, і як ставка проти систематичного неправильного ціноутворення, що може призводити до різних оцінок стійкості премій за ризик у майбутньому та їх поведінки у кризах.

Дж. Хеатон, У. Малмендіер та Г. Тейт досліджували надмірний оптимізм і самовпевненість менеджерів та ризик управлінських рішень [186, 201]. Завдяки цим дослідженням, у корпоративному управлінні інвестиціями було запроваджено практику незалежного рев'ю припущень, вимоги до сценарного аналізу та статистики аналогів, коригування управлінської винагороди з урахуванням пов'язаних ризиків.

Таким чином, доробок дослідників поведінкових фінансів дозволив не лише визначити та описати ірраціональні особливості психології людини під час прийняття управлінських та інвестиційних рішень, але й знаходити шляхи їхньої компенсації, створювати архітектуру інвестиційного процесу, яка нейтралізує

негативні практичні відхилення поведінкової природи від раціоналістичних інвестиційних моделей.

Підсумовуючи історію наукової думки щодо прийняття інвестиційних рішень, зазначимо, що на сучасному етапі існує доволі розвинена теорія як щодо оцінки кількісних аспектів інвестицій та середовища, у якому вони здійснюються, так і врахування особливостей, цілей та задач суб'єкта інвестування. Тим не менш, все ще залишається значний простір як щодо подальших теоретичних досліджень, пов'язаних із уточненням існуючих моделей, так і для науково-прикладної діяльності, метою якої має бути створення інвестиційних стратегій в конкретних умовах, з адаптацією наукової теорії до практики, подоланням певних елементів невизначеності, яку ця теорія залишає, та врахуванням можливостей і задач суб'єктів господарювання.

Розглянемо характерні риси організованих ринків капіталу з точки зору здійснення інвестицій. Як вже було зазначено вище, капітал є фінансовим базисом будь-яких виробничих та інвестиційних процесів. У порівнянні із грошовими коштами як статичною формою збереження вартості, капітал є залученим до активного обігу з метою забезпечення приросту його вартості, забезпечуючи створення, відтворення, розвиток та зростання економічних систем. Капітал відіграє важливу роль як на рівні бізнес-структур, забезпечуючи їхнє функціонування та розвиток, так і на рівні держав, забезпечуючи фінансування виконання державних функцій, реалізацію інфраструктурних проєктів тощо.

Капітал також виконує роль посередника між теперішнім та майбутнім, забезпечуючи перетворення поточних заощаджень на інвестиційні ресурси, які, в свою чергу, стають основою для розширення та модернізації виробничих потужностей, проведення досліджень, імплементації інновацій, та забезпечення економічного зростання загалом. Таким чином, обсяг та ефективність використання капіталу визначають майбутнє будь-якої економічної системи.

Одним із важливих чинників ефективності використання капіталу є стан розвитку ринків капіталу, які сприяють оптимальному перерозподілу інвестиційних ресурсів між секторами економіки, між окремими компаніями, між різними формами залучення фінансування.

З точки зору джерела походження, капітал може мати дві основні форми - пайову та боргову. Пайовий капітал є вираженням частки інвесторів у власності бізнес-структури, він надає право на управління та участь у розподілі прибутку, але й несе всі основні бізнесові ризики. Борговий капітал - це зовнішні зобов'язання бізнес-структури, тобто кошти, які залучені на умовах безумовного повернення у визначені строки та із сплатою відсотків за користування.

Ринок капіталу - це частина фінансової системи, що забезпечує обіг пайових і боргових, а також похідних від них фінансових інструментів. Ринок капіталів поєднує постачальників капіталу - інвесторів, із користувачами капіталу - бізнес-структурами, урядами та іншими організаціями. Ефективні ринки капіталу дозволяють інвесторам знаходити найбільш оптимальні об'єкти інвестування, а користувачам капіталу - залучати дешевше фінансування.

Економічна сутність ринків капіталу була об'єктом досліджень багатьох вчених, зокрема Л. Алексеєнко [3, с. 10-15], М. Крупки [54, с.127-131], О. Мозгового [67, с.4-41], В. Плиси та Н. Блага [88, с.9-28], О. Смолянської [114, с.12-23], М. Стецька [118, с. 20-27], І. Буртняка [12, с. 20-27]. У зазначених джерелах використовується декілька споріднених термінів, які, тим не менш, часто не вважаються повними синонімами: ринок капіталу, фінансовий ринок, ринок цінних паперів, фондовий ринок, біржовий ринок, ринок фінансового капіталу.

М. Стецько, узагальнюючи аналіз різних підходів, пропонує власне визначення ринку капіталів як “складової фінансового ринку, яка характеризує сукупність фінансових відносин між учасниками ринку довгострокового

капіталу, який залучається на основі емісії фінансових інструментів (корпоративних прав та боргових цінних паперів)” [118, с. 26]. Дане визначення ринку капіталу ми і візьмемо за основу в рамках даного дослідження.

Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки”, що регулює обіг цінних паперів та ринки капіталу в Україні, стверджує, що організованими ринками капіталу є регульовані ринки, багатосторонні торгівельні майданчики, організовані торгівельні майданчики [99]. Таким чином, організованою є та частина ринку капіталу, яка пов'язана з регульованими та централізованими майданчиками.

Отже, на нашу думку, визначальними ознаками організованих ринків капіталу є наступні:

- рух грошових коштів пов'язаний із зворотнім рухом цінних паперів;
- ціллю емісії цінних паперів є залучення довгострокового фінансування;
- цінні папери засвідчують корпоративні права або боргові зобов'язання;
- обіг цінних паперів здійснюється на ліцензованих централізованих майданчиках.

Таким чином, ми вважаємо, що організований ринок капіталу - це інституціонально оформлена система відносин між емітентами цінних паперів, інвесторами та ліцензованими фінансовими посередниками, в межах якої довгостроковий капітал перерозподіляється за певними стандартизованими правилами.

Розглянемо детальніше ключові аспекти функціонування організованих ринків капіталу: регуляторну основу, фінансові інструменти, учасників та інфраструктуру, значення та функції.

Нормативно-правовою основою функціонування організованих ринків капіталу в Україні є Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки” [99], який визначає засади функціонування ринку капіталу, класифікацію

торгівельних майданчиків, види професійної діяльності, повноваження Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку як головного регулятора, визначає та класифікує цінні папери. Цей закон, відповідно до зобов'язань, передбачених Угодою про асоціацію з ЄС, реалізує базові підходи права ЄС до організації ринків капіталу, зокрема положення MiFID II, MiFIR та ін. [91], щодо поділу торговельних майданчиків на регульовані ринки, багатосторонні торговельні системи та організовані торговельні платформи. Тому організований ринок капіталу українському праві розглядається як сукупність регульованих торговельних систем що працюють з уніфікованими правилами доступу торгівлі та розкриття інформації.

У зв'язку із європейською інтеграцією України, важливе значення набувають MiFID II та MiFIR, нормативні документи ЄС, які визначають правила функціонування фінансових ринків ЄС, та стали фактичним еталоном, за яким розбудовується національне регулювання фінансових ринків в Україні. MiFID II, або ж Директива про ринки фінансових інструментів 2014/65/EU [166], визначає хто і як саме може надавати інвестиційні послуги. MiFIR, або ж Регламент про ринки фінансових інструментів № 600/2014 [212], деталізує вимоги Директиви MiFID II, зокрема, встановлює уніфіковані та конкретизовані технічні правила роботи ринків.

Державне регулювання організованих ринків капіталу в Україні здійснюється відповідно до Закону України “Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків” [97]. Даний закон визначає правову основу здійснення державного регулювання ринків капіталу, а також державного контролю та нагляду за емісією, обігом та виконанням фінансових інструментів в Україні. Зокрема, він визначає статус, повноваження, принципи діяльності НКЦПФР, регламентує ліцензування професійної діяльності на ринку, забезпечує

інституційну основу для імплементації положень європейського фінансового права.

Ще одним важливим орієнтиром для національного регулювання [85] є також стандарти IOSCO, які, зокрема, закріплюють три базові цілі регулювання ринків цінних паперів: захист інвесторів; забезпечення справедливих, ефективних та прозорих ринків; зниження системного ризику [208, с. 3]. Стандарти IOSCO також визначають принципи роботи регуляторів, саморегульованих організацій, емітентів, ринкових посередників, клірингових та розрахункових організацій, вторинного ринку цінних паперів тощо.

Окрім державного регулювання, на організованих ринках капіталу певне значення мають саморегульовані організації, що створюються та управляються професійними учасниками ринку. В залежності від країни такі організації можуть мати більший чи менший вплив на функціонування організованих ринків капіталу. До прикладу модель саморегулювання, що існує в США, передбачає значний вплив на правила функціонування організованих ринків капіталу. Державна влада в особі Securities and Exchange Commission (SEC) створює найбільш загальні правила та регуляції, такі як SEC Rules [214], а саморегульовані організації, такі як FINRA [180], діючи автономно, деталізують правила функціонування організованих ринків [181], здійснюють допуск професійних учасників на ринок цінних паперів, проводять нагляд перевірки та моніторинг торгівлі, проводять розслідування щодо можливих порушень законів, застосовують санкції, включно із накладенням штрафів та відстороненням чи виключенням фірм та фізичних осіб із членства у саморегульованій організації (що означає фактичне вигнання з ринку), здійснюють арбітраж та медіацію спорів, сприяють освіченості та захисту інвесторів, тощо. На противагу американській, європейська модель саморегулювання є доволі обмеженою і є лише доповненням до державного регулювання. У ЄС правила торгів встановлюються

законодавством ЄС (MiFID II та MiFIR, що згадані вище, та іншими деталізованими актами), загальноєвропейський регулятор European Securities and Markets Authority (ESMA) займається стандартизацією, координацією та загальним наглядом. Безпосередній нагляд, ліцензування і більшість санкцій знаходиться в руках національних регуляторів. Європейські саморегулівні організації (ICMA, ISDA, AFME, ISLA) займаються розробкою стандартів ринку, описують кращі практики, створюють норми рекомендаційного характеру. Подібно до європейської моделі, саморегулівні організації в Україні (УАІБ, ПАРД) виконують адвокаційну, дорадчу, методологічну функції, та мають певні повноваження контролю за дотриманням стандартів власними членами.

Інструментами організованого ринку капіталу, як вже було зазначено вище, є емісійні цінні папери. Стаття 194 Цивільного кодексу України [138] визначає цінний папір як “об’єкт цивільних прав, форма існування якого встановлюється законом, посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини емітента цінного папера (особи, яка видала цінний папір) та особи, яка має права на цінний папір, передбачає виконання зобов’язань за таким цінним папером, а також можливість передачі іншим особам прав на цінний папір та прав за цінним папером або обмеження такої можливості у випадках та порядку, передбачених законом”. Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки” [99] визначає емісійні цінні папери як “цінні папери, що посвідчують однакові права їх власників у межах одного випуску цінних паперів стосовно особи, яка бере на себе відповідні зобов’язання (емітента)”. Тобто, емісійні цінні папери є однорідним стандартизованим товаром, що спрощує будь-які операції із ними та сприяє їхньому поширенню і масовому використанню.

У науковій та професійній літературі емісійні фінансові інструменти зазвичай класифікують за різними критеріями (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Види емісійних цінних паперів та підходи до їх класифікації*

Критерій	Види цінних паперів
За строком обігу	Короткострокові
	Довгострокові
За економічною природою	Пайові інструменти
	Боргові інструменти
	Гібридні інструменти
	Інструменти колективного інвестування
	Похідні інструменти (деривативи)
	Спеціальні фінансові інструменти
За функціональним призначенням	Інструменти фінансування
	Інструменти колективного інвестування
	Інструменти управління фінансовими ризиками
	Інструменти грошового ринку**
За нормативно-правовим режимом в Україні	Перелічені у статті 8 Закон України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки”****
За нормативно-правовим режимом в ЄС	Перелічені у Annex I Section C, MiFID II***
За нормативно-правовим режимом в США	Перелічені у Section 3(a)(10), the Securities Exchange Act of 1934***

*сформовано автором на основі [99 , 166, 215]

**дані емісійні фінансові інструменти не є інструментами організованого ринку капіталу за визначенням

***частина зазначених фінансових інструментів не є інструментами організованого ринку капіталу за визначенням

Враховуючи сучасні підходи економічної теорії та положення нормативних документів України та ЄС, розглянемо більше детально науково-правову класифікацію фінансових інструментів організованих ринків капіталу (таблиця 1.4).

Таблиця 1.4

Науково-правова класифікація інструментів організованих ринків капіталу*

Клас інструментів	Економічна сутність	Типові інструменти
Пайові	Засвідчують право власності на частку власному капіталі емітента; право участі в управлінні; право на участь у прибутку	Прості акції
Боргові	Засвідчують боргове зобов'язання емітента перед інвестором, визначають конкретні строки повернення коштів та плати за користування ними	Облігації
Гібридні	Поєднують характеристики пайових і боргових інструментів, залежно від умов визначених емітентом, з метою гнучкого структурування капіталу або іншими цілями	Привілейовані акції, конвертовані облігації
Інструменти колективного інвестування	Засвідчують частку інвестора у портфелі активів, який управляється професійним керуючим	Паї та акції інвестиційних фондів
Похідні	Вартість таких інструментів заснована на цінах базового активу, яким виступають інші класи інструментів, та інших факторах. Утримання похідних інструментів дозволяє точно управляти окремими ризиками, що пов'язані з базовим активом, та реалізовувати певні інвестиційні стратегії без необхідності утримання базового активу	Опціони, ф'ючерси
Спеціальні	Інструменти що мають спеціальні правове, економічне чи політичне призначення, або базуються на нетрадиційних активах чи показниках	Варранти, військові облігації, зелені облігації

*сформовано автором

Зважаючи на велике прикладне значення використання фінансових інструментів організованих ринків капіталу, також варто розглянути їх функції (таблиця 1.5).

Оцінка цінних паперів є основою прийняття добре зважених бізнес-рішень у сферах інвестицій та корпоративних фінансів. Кінцевою метою процесу оцінювання є визначення справедливої вартості активу.

Таблиця 1.5

Функції інструментів організованих ринків капіталу*

Функція	Головна мета використання	Відповідні класи інструментів
Формування капіталу	Залучення довгострокового капіталу	Пайові
		Боргові
		Гібридні
Колективне інвестування	Забезпечення доступу до диверсифікованих портфелів активів, зниження індивідуального ризику, професійне управління	Інструменти колективного інвестування
Хеджування та управління фінансовими ризиками	Захист від певних несприятливих подій, реалізація комплексних інвестиційних стратегій	Похідні
Спеціальні інструменти	Реалізація специфічних задач та політик	Спеціальні

* сформовано автором

Спільною рисою всіх видів цінних паперів є те, що, в загальному випадку, їх поточна вартість визначається теперішньою вартістю майбутніх грошових потоків, що пов'язані із володінням даним активом:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1.6)$$

де V_0 - поточна вартість активу;

t - номер періоду часу;

T - загальна кількість періодів або інвестиційний горизонт;

CF_t - грошовий потік у період t ;

r - ставка дисконтування.

Однак, практичне оцінювання вартості цінного паперу часто є доволі складною прикладною задачею через велику кількість факторів та певний рівень невизначеності.

Слід зазначити, що в теорії та на практиці визначають декілька видів вартості цінних паперів:

- внутрішня (справедлива) - теоретично обґрунтована ціна, розрахована до відповідно до теоретичних моделей на основі відомих фактів та, в деяких випадках, певних припущень суб'єктивного характеру;
- ринкова - формується в результаті публічних торгів на організованому ринку та визначається фактичним балансом попиту та пропозиції з боку учасників ринку, кожен з яких має власні переконання щодо справедливої ціни;
- облікова (балансова) - розраховується відповідно до стандартів бухгалтерського обліку для використання у обліку та фінансовій звітності;
- номінальна - встановлюється емітентом в процесі організації емісії, і для боргових цінних паперів визначає суму коштів, яка буде виплачена за цінний папір при його погашенні.

Отже, ринкова та облікова вартість визначаються за наявними публічними даними і стандартними розрахунками, номінальна визначається емітентом, а внутрішня вартість має більш складний і невизначений характер. Розглянемо детальніше методи оцінювання внутрішньої вартості для різних цінних паперів.

Внутрішня вартість боргових цінних паперів, зокрема, облігацій, визначається як вартість майбутніх грошових потоків (купонних або відсоткових виплат та номіналу), що приведені до поточної вартості з актуальної ставки дисконтування.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n}, \quad (1.7)$$

де V - поточна вартість облигації;

n - кількість періодів до погашення;

C - регулярний купонний платіж, який інвестор отримує в кожному періоді;

N - номінальна вартість облигації, яка виплачується в момент погашення.

Якщо купонні (відсоткові) виплати здійснюються m разів на рік, то формула змінюється відповідно:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C/m}{(1+r/m)^{tm}} + \frac{N}{(1+r/m)^{nm}}, \quad (1.8)$$

де m - кількість купонних виплат протягом одного року.

У випадку, якщо облигація не має купонних виплат, її називають дисконтною, а внутрішню вартість обчислюють за спрощеною формулою:

$$V = \frac{N}{(1+r)^n} \quad (1.9)$$

Всі параметри визначення справедливої вартості облигацій у будь-який момент часу, крім одного, ставки дисконтування, є загальновідомими. Ставка дисконтування може бути визначеною різними способами і з різним результатом [116]. Отже, саме вибір ставки дисконтування може спричинити варіативність оцінки внутрішньої вартості облигацій та інших боргових цінних паперів.

Коли вартість облигації вже відома (наприклад, як її номінальна вартість, або як ринкова ціна), з'являється можливість розрахунку дохідності облигації, тобто ставки доходу від володіння облигацією. Подібно до IRR та NPV, дохідність облигації є оберненим до її вартості показником. Розрізняють номінальну (купонну) дохідність, яка розраховується як відношення суми купонних платежів за рік до номінальної вартості облигації, та поточну дохідність і дохідність до погашення, що розраховуються на основі ринкової ціни облигації. Поточна

доходність показує який купонний дохід інвестор отримує відносно поточної ціни облігації:

$$CY = \frac{C}{P_m} \times 100\%, \quad (1.10)$$

де CY - поточна доходність облігації;

P_m - поточна ринкова ціна облігації.

Доходність до погашення (yield to maturity, YTM) - це оцінка норми прибутку, яку очікує отримати інвестор, утримуючи облігацію до її погашення. Фактично, це - ставка дисконтування, за якої сумарна вартість майбутніх грошових потоків, що надходять до дати погашення, буде рівна поточній вартості облігації [170]. Тобто, YTM – це така ставка y , за якої:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{N}{(1+y)^n}, \quad (1.11)$$

де P - поточна ринкова ціна облігації;

y - доходність до погашення, тобто YTM.

Доходність до погашення є фактично найважливішою характеристикою вартості облігацій, оскільки вона слугує основним показником, за яким можна порівняти різні облігації між собою, навіть якщо вони мають різні терміни погашення, графік купонних виплат, номінальну вартість.

Ще однією важливою категорією, пов'язаною з облігаціями, є накопичений купонний дохід (НКД), - це величина, що характеризує ту частину купонного доходу, яка накопичена з початку поточного купонного періоду. У дату випуску облігації, або після чергової виплати купону, НКД дорівнює нулю, і рівномірно накопичується і з кожним днем протягом купонного періоду. Таким чином, розмір НКД залежить від розміру купону, тривалості купонного періоду в днях, та

кількості днів, що пройшли з початку купонного періоду. НКД важливий для розуміння поточної ринкової ціни облигації. На багатьох ринках ціни на облигації публікуються у вигляді “чистих цін”, а для розрахунків по угодах використовуються “брудні ціни”, які є сумою “чистих цін” та НКД [151].

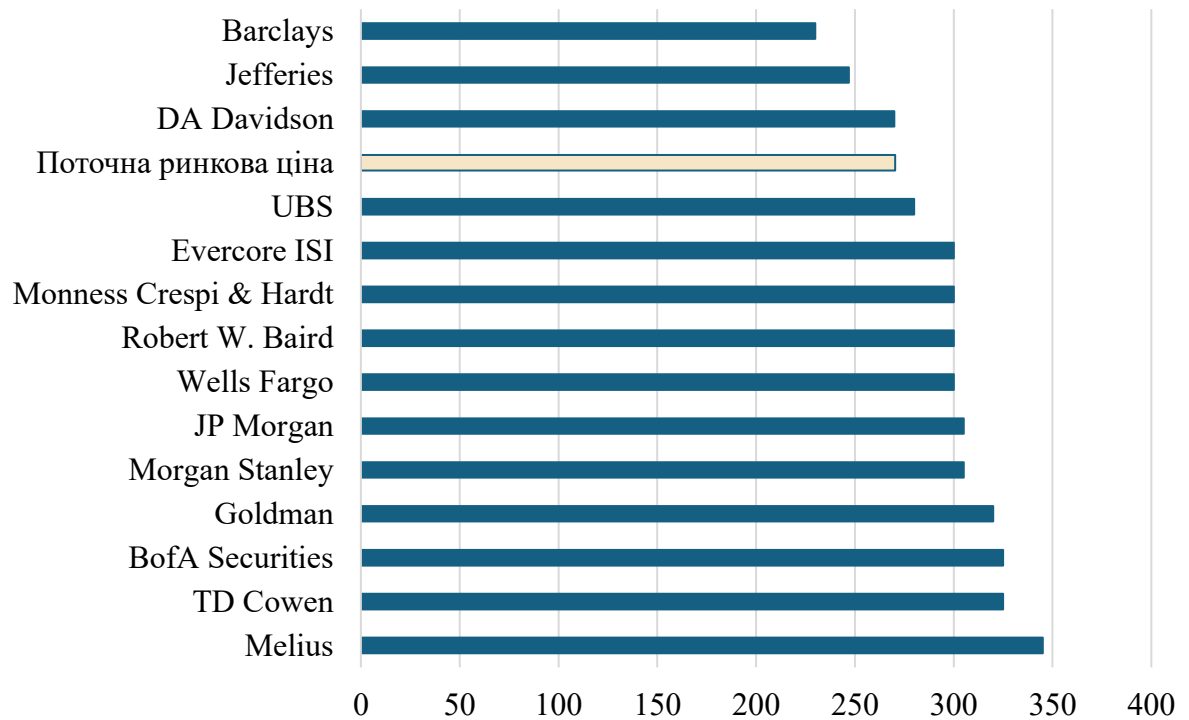


Рис. 1.2. Оцінки цільової ціни різними інвестиційними компаніями, що опубліковані 31.10.2025, та поточна ринкова акцій AAPL, дол. США*
*побудовано автором на основі даних [182]

Оцінювання внутрішньої вартості пайових цінних паперів (рис. 1.2) є більш складним і ще менш точним процесом, ніж оцінювання боргових цінних паперів. До прикладу, оцінки цільової (справедливої на горизонті 12 місяців) ціни акцій компанії Apple Inc. (NASDAQ: AAPL), які були опубліковані різними інвестиційними компаніями в один день 31.10.2025 і мали би будуватися на одних даних, дуже різнилися між собою: найвища була у 1.5 рази більша за найнижчу.

Джерелами невизначеності при розрахунку справедливої вартості акцій можуть бути буквально всі складові формули приведеної вартості грошових потоків:

- ставка дисконтування (як і з облігаціями);
- суми та графік грошових потоків (фінансовий результат емітента - це змінна величина, іноді вона може бути від'ємною);
- строк інвестиції (акції випускаються безстроково, але емітент може збанкрутувати, а його акції - знецінитися).

Тим не менш, оцінювання справедливої ціни акцій має практичне значення. Такі розрахунки базуються на наступних теоретичних моделях.

Для оцінювання “ідеальної” акції із нескінченним потоком дивідендів використовують модель Гордона:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}, \quad (1.12)$$

де P_0 - теоретична ціна акції;

D_1 - очікуваний дивіденд у наступному періоді;

k_e - очікувана ставка дохідності акціонера;

g - постійний темп зростання дивідендів.

Якщо компанія не платить регулярних дивідендів (що характерно для більшості емітентів), тоді застосовують більш загальну модель дисконтування грошових потоків компанії-емітента:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^T}, \quad (1.13)$$

де P_0 - теоретична вартість компанії;

CF_t - грошовий потік в період t ;

r - ставка дисконтування;

T - тривалість прогнозного періоду;

TV - термінальна вартість компанії.

Ця узагальнена формула може деталізуватися у декілька методів розрахунку, зокрема:

– модель на основі вільних грошових потоків до фірми (Free Cash Flow to the Firm, FCFF), яка ґрунтується на оцінюванні вартісного потенціалу бізнесу в цілому, незалежно від структури його фінансування, і далі отримана вартість всієї компанії (Enterprise Value, EV) може бути скоригована до вартості власного капіталу і далі - визначена вартість однієї акції.

– модель на основі вільних грошових потоків до власного капіталу (Free Cash Flow to Equity, FCFE), яка базується на оцінюванні грошових потоків, що доступні власникам акцій, і далі - вартості акцій.

Розглянемо детальніше обидві моделі.

Модель FCFF застосовувана, коли компанія має суттєву боргову складову, оцінка проводиться для цілей злиття та поглинання, або у перспективі очікуються суттєві зміни у структурі фінансування. Сукупна вартість фірми визначається як сума теперішніх вартостей очікуваних вільних грошових потоків до фірми та її термінальної вартості:

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_{FCFF}}{(1+WACC)^T}, \quad (1.14)$$

де EV – Enterprise Value, розрахункова вартість фірми;

$FCFF$ - вільний грошовий потік до фірми;

$WACC$ - середньозважена вартість капіталу;

TV_{FCFF} - термінальна вартість, розрахована на базі $FCFF$ за межами прогнозного періоду.

Вільний грошовий потік до фірми $FCFF$ відображає грошові ресурси, які залишаються у розпорядженні бізнесу після покриття операційних витрат та сплати податків, але до виплати боргу (тіла та відсотків):

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - Tax) + Depreciation - CAPEX - \Delta NWC, \quad (1.15)$$

де $EBIT$ - операційний прибуток до відсотків та податків;

Tax - ефективна ставка податку;

$Depreciation$ – амортизація;

$CAPEX$ - капітальні інвестиції (придбання/створення довгострокових активів);

ΔNWC - зміна чистого оборотного капіталу.

Ставка дисконтування $WACC$ відображає середню для всіх джерел фінансування вартість капіталу.

$$WACC = \frac{E}{D+E} \cdot k_e + \frac{D}{D+E} \cdot k_d \cdot (1 - Tax), \quad (1.16)$$

де E - ринкова вартість власного капіталу;

D - ринкова вартість боргу;

k_e - вартість власного капіталу (ставка, яку вимагають акціонери);

k_d - вартість боргу (ефективна ставка відсотка для кредиторів);

Tax - ставка податку на прибуток.

Термінальна вартість TV_{FCFF} відображає оцінку вартості компанії на кінець детально прогнозованого періоду, та зазвичай передбачає гіпотезу, що компанія з

моменту T переходить у фазу сталого зростання, а тому для такої оцінки може бути застосовано адаптацію формули Гордона:

$$TV_{FCFF} = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC-g}, \quad (1.17)$$

де $FCFF_{T+1}$ - вільний грошовий потік до фірми у перший рік після прогнозного періоду;

g - сталий довгостроковий темп зростання FCFF.

Розрахована вартість компанії EV (Enterprise Value) трансформується у вартість власного капіталу Equity Value:

$$Equity Value = EV - Debt + Cash \quad (1.18)$$

І далі можна визначити вартість однієї акції:

$$P_0 = \frac{Equity Value}{N_{shares}}, \quad (1.19)$$

де N_{shares} - кількість простих акцій в обігу.

Модель FCFE безпосередньо визначає вартість власного капіталу, і є доцільною, коли основний акцент робиться на доходах акціонерів, структура фінансування є відносно стабільною, і графіки залучення та погашення боргу є передбачуваними. Вартість власного капіталу визначається як сума теперішніх вартостей вільних грошових потоків до власного капіталу та очікуваної термінальної вартості:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV_{FCFE}}{(1+k_e)^T}, \quad (1.20)$$

де $FCFE_t$ - вільні грошові потоки;

k_e - вартість власного капіталу, тобто ставка дохідності, яку вимагають акціонери, враховуючи ризик інвестування в конкретну компанію;

TV_{FCFE} - термінальна вартість, розрахована на основі FCFE.

Вільні грошові потоки розраховуватися наступним чином:

$$FCFE = Net\ Income + Depreciation - CAPEX - \Delta NWC + \Delta Debt, \quad (1.21)$$

де $Net\ Income$ - чистий прибуток (після відсотків і податків);

$Depreciation$ – амортизація;

$CAPEX$ - капітальні інвестиції (придбання/створення довгострокових активів);

ΔNWC - зміна чистого оборотного капіталу,

$\Delta Debt$ - чиста зміна боргу.

Ставка дисконтування k_e визначається за допомогою моделі оцінки капітальних активів (CAPM) або іншими методами, як правило із врахуванням безризикової ставки, ринкової премії та бета-коефіцієнта конкретної акції.

Термінальна вартість TV_{FCFE} розраховується за наступною формулою:

$$TV_{FCFE} = \frac{FCFE_{T+1}}{k_e - g}, \quad (1.22)$$

де $FCFE_{T+1}$ - прогнозований вільний грошовий потік до власного капіталу у перший рік після прогнозного періоду;

g – сталий темп зростання FCFE у довгостроковому періоді.

Отримана Equity Value приводиться на до ціни однієї акції шляхом простого ділення на кількість акцій в обігу, аналогічно до (1.19).

Таким чином, точне оцінювання внутрішньої вартості акцій компанії за допомогою дисконтування грошових потоків вимагає глибокого розуміння бізнесу компанії, її стратегії та перспектив. Прогнози грошових потоків та ставки дисконтування можуть бути значною мірою неточними. Кожна невелика зміна в прогнозах грошових потоків та ставки дисконтування може значно вплинути на кінцеву оцінку компанії та її акцій, приклад чого наведено було вище (рис. 1.2).

Узагальнимо основні характеристики цінних паперів за типом інструмента (див. табл. 1.6).

Таблиця 1.6

Порівняння характеристик боргових та пайових цінних паперів*

Тип інструмента	Строки повернення інвестицій	Суми та графік виплат	Дохідність	Потенційні ризики	Складність оцінки
Боргові	Визначені	Визначені	Визначена та відносно низька	Відносно низькі	Середня
Пайові	Не визначені	Не визначені	Не визначена та відносно висока	Відносно високі	Висока

*Сформовано автором

Отже, оцінка боргових зобов'язань (1.7 - 1.11) є більш простою задачею, ніж оцінка пайових цінних паперів (1.12 - 1.22). Однак на організованих ринках капіталу існує можливість застосування інвестиційних стратегій, які не передбачають прямого розрахунку NPV окремого активу та не вимагають від інвестора самостійно визначати “справедливу” або внутрішню вартість кожної акції. Такі стратегії базуються не на індивідуальній оцінці вартості цінного паперу, а на принципах диверсифікації, ринкової ефективності, стратегічної алокації активів, індексного інвестування, факторних премій, ризик-

бюджетування та формалізованих правил відбору активів. Теоретичною передумовою існування таких стратегій є гіпотеза ефективного ринку, сформульована Ю. Фамою, яку ми розглядали вище.

Першою великою групою стратегій, які не потребують NPV та самостійної оцінки акцій, є пасивні індексні стратегії. Їхня логіка полягає у відтворенні структури певного ринкового індексу - наприклад, широкого індексу акцій, індексу облігацій, галузевого, регіонального або глобального індексу. Інвестор у цьому випадку не намагається визначити, яка акція є недооціненою чи переоціненою, а купує ринковий або інший репрезентативний портфель. В. Шарп показав, що до врахування витрат сукупна дохідність активних інвесторів у середньому дорівнює дохідності пасивних інвесторів, а після врахування витрат активне управління в середньому має нижчий результат, оскільки супроводжується вищими комісіями, торговими витратами й аналітичними витратами [219]. Б. Малкіел також обґрунтовує доцільність пасивних стратегій, зазначаючи, що емпіричні дані підтримують пасивне інвестування на різних ринках - не лише у великих американських акціях, а й у малих компаніях, міжнародних акціях та облігаціях [200].

Другою групою є стратегічна алокація активів. У цій стратегії головне рішення полягає не у виборі конкретної акції, а у визначенні довгострокових часток між класами активів: акціями, облігаціями, грошовими інструментами тощо. У цій парадигмі інвестор не зобов'язаний оцінювати внутрішню вартість кожної акції: він оцінює очікувану дохідність, волатильність, кореляції та ризиковий профіль класів активів. Дослідження Г. Брінсон, Л. Хууд та Г. Бібовер стало одним із ключових джерел, які показали значення політики алокації активів для результатів портфеля [161].

Третьою групою є стратегії “core-satellite”, які поєднують пасивне ядро портфеля з обмеженими активними або тематичними позиціями. У такій моделі

основна частина портфеля формується через широкі індексні фонди або ETF, а менша частина - через факторні, галузеві, регіональні чи тематичні інструменти. Перевага цієї конструкції полягає в тому, що інвестор зберігає низьку вартість управління і широку диверсифікацію, але залишає простір для контрольованого відхилення від ринку. Самостійна оцінка кожної акції тут не є обов'язковою, оскільки інвестор ухвалює рішення на рівні класів активів, індексів, секторів або факторів, а не на рівні оцінки окремих емітентів.

Четвертою групою є факторні стратегії, зокрема smart beta та momentum-стратегії, що засновані на роботах Ю. Фама і К. Френча та доповненнях М. Каргарта щодо momentum-фактора [162]: активи відбираються за формальними ознаками - наприклад, високе співвідношення балансової вартості компанії до ринкової капіталізації, мала капіталізація, висока прибутковість, низька волатильність або позитивна цінова динаміка. Окремим різновидом факторного підходу є momentum-стратегії, у яких активи купуються не тому, що вони фундаментально недооцінені, а тому, що вони демонстрували відносно сильну попередню динаміку: Джегадіш та Тітман показали, що стратегії купівлі минулих “переможців” і продажу минулих “аутсайдерів” у певних горизонтах генерували статистично значущі результати [191].

П'ятою групою є стратегії ризик-паритету. Їхня сутність полягає у розподілі не капіталу, а внеску різних активів або класів активів у загальний ризик портфеля. Ризик-паритет намагається вирівняти ризикові внески різних джерел доходності, наприклад акцій, облігацій, товарів та інфляційно-захищених інструментів. У сучасній літературі термін risk parity пов'язують із підходом, популяризованим після 2008 року, а сам термін часто приписують Е. Цяню [211]. Така стратегія також не вимагає оцінки внутрішньої вартості акцій, оскільки її основний об'єкт - не недооцінені цінні папери, а структура ризику портфеля.

Водночас вона потребує розрахунку волатильності, кореляцій, маржинальних внесків у ризик, контролю левериджу та сценарного аналізу.

Шостою групою є стратегії життєвого циклу та target-date фонди. У них портфельна структура змінюється залежно від інвестиційного горизонту. На ранніх етапах, коли інвестор має довгий горизонт, частка ризикових активів може бути вищою; ближче до цільової дати вона поступово зменшується на користь облігацій, грошових інструментів або менш волатильних активів. Її логіка полягає не в аналізі кожної акції, а в узгодженні ризику портфеля з часовим горизонтом, ліквідністю, здатністю інвестора витримувати просадки та потребою у стабільності капіталу.

Сьомою групою є стратегії ребалансування. Вони передбачають періодичне повернення портфеля до цільових ваг. Наприклад, якщо стратегічна політика передбачає 60% акцій і 40% облігацій, а внаслідок зростання ринку акцій їхня частка збільшилася до 70%, інвестор продає частину акцій і купує облігації. Такий підхід не потребує оцінки внутрішньої вартості акцій; він базується на дисципліні підтримання цільового ризик-профілю. Економічний сенс ребалансування полягає у контролі ризику, запобіганні надмірній концентрації та механічному продажу активів, що суттєво зросли відносно інших компонентів портфеля.

З методологічної точки зору ці підходи можна об'єднати в одну ширшу категорію - портфельні та засновані на правилах стратегії, у яких центр ухвалення рішень переноситься з оцінки окремої акції на рівень портфельної конструкції. Разом з тим, відсутність потреби у оцінці приведеної вартості не означає відсутності аналітичної роботи. Такі стратегії потребують іншого типу аналізу: вибору бенчмарку, оцінювання ліквідності інструментів, аналізу витрат фондів, ризику контрагента, кореляцій між класами активів, регламенту ребалансування тощо.

Таким чином, прийняття інвестиційних рішень на організованих ринках капіталу має супроводжуватися певною аналітичною роботою. Організовані ринки капіталу та сучасна теорія інвестування пропонують різноманітні інструменти, підходи та інвестиційні стратегії, що дозволяють інвесторам знаходити інвестиційні можливості відповідно до власних потреб та наявних ресурсів.

1.3 Теоретико-методичні засади управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу

Управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу доцільно розглядати як спеціалізований напрям фінансового менеджменту, що поєднує стратегічне планування, вибір фінансових інструментів, формування інвестиційного портфеля, управління ризиками, організаційно-правове забезпечення операцій та постійний контроль ефективності вкладення капіталу. На відміну від загального управління інвестиціями, яке може охоплювати реальні, фінансові та інтелектуальні інвестиції, управління інвестиційною діяльністю саме на організованих ринках капіталу має справу переважно з фінансовими інструментами, що обертаються у регульованому середовищі та характеризуються публічністю ціноутворення, вищим рівнем стандартизації, наявністю професійних посередників, регуляторного нагляду та спеціальних вимог до розкриття інформації. Організовані ринки капіталу створюють для бізнес-структур не лише можливості тимчасового розміщення вільних коштів, а й ширший простір для підтримання ліквідності, диверсифікації ризиків, хеджування, стратегічного фінансування та підвищення інвестиційної ефективності підприємства.

На нашу думку, особливостями інвестицій на організованих ринках капіталу є:

- потенційно висока ліквідність через велику кількість покупців і продавців на цих ринках;
- подільність, оскільки характер активів дозволяє купляти і продавати їх частинами;
- прозорість оцінки поточної вартості через публічність ціноутворення;
- диверсифікація, тобто можливість інвестувати в різні види інструментів і різних емітентів, що дозволяє створити збалансований портфель для зниження ризиків;
- додаткова захищеність через наявність специфічних регуляцій і вимог для лістингу;
- підзвітність об'єкта інвестування навіть у випадках, коли інвестор не має істотної участі в капіталі;
- доступ до активів, що є некорельованими або обернено корельованими із основним бізнесом компанії.

Різноманітні аспекти інвестиційної діяльності підприємств на ринках капіталу досліджували Ю. Коваленко, В. Корнеєв, Я. Белінська [46], А. Буряченко, Т. Бороденко [13], Т. Косова, О. Ярошевська [51], та інші, а банків та фінансових організацій - J. Stiglitz, A. Weiss [228], Д. Нехайчук та Ю. Нехайчук [73], Л. Кльоба [45], Л. Борисова [11], С. Черкасова [142], Ю. Онищенко [82], О. Любкіна [57] та інші науковці.

На нашу думку, управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу є комплексною діяльністю щодо організації та забезпечення реалізації інвестиційного процесу із урахуванням особливостей об'єктів інвестування - цінних паперів, включно із визначенням цілей інвестування, оцінкою об'єктів інвестування, управлінням портфелем та аналізом

ефективності інвестицій. Завданням такої діяльності є досягнення цілей підприємства з використанням переваг активів, які обертаються на організованих ринках капіталу. Вважаємо за потрібне відзначити наступні аспекти управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу:

- специфічні цілі інвестиційної діяльності;
- інституційно-правове розуміння середовища організованих ринків капіталу;
- організаційне забезпечення інвестиційної діяльності;
- інформаційно-аналітичне забезпечення інвестиційної діяльності;
- вибір фінансових інструментів і ринкової інфраструктури;
- урахування специфіки українського фондового ринку та доступності інших організованих ринків;
- взаємодія з професійними учасниками ринків капіталу;
- формування інвестиційного портфеля;
- процесність управління інвестиційними активами;
- управління ризиками;
- управління ліквідністю;
- вплив макроекономічних чинників;
- регуляторний комплаєнс і прозорість;
- оцінювання ефективності інвестиційної діяльності.

Наведені аспекти мають бути враховані саме через особливості інвестування на ринках капіталу та відповідними можливостями і потребами. Розглянемо кожен з аспектів детальніше.

Попередні дослідження управління інвестиціями нефінансових корпорацій, зокрема науковців D. Jacobs [189], А. Крошка [52], Л. Селіверстова [111, 112], Є. Масленніков та Р. Данилов [61], С. Кальний [43], К. Прокопенко та Н. Прокопенко [101], переважно фокусувалися на необхідності реалізації загальних принципів

портфельної теорії при створенні інвестиційного портфелю підприємства, а саме: балансування дохідності та ризику, диверсифікації. На нашу думку, інвестиційна діяльність нефінансових корпорацій може мати більше цілей і, перш за все, має бути підпорядкована загальній бізнес-стратегії. Як правило, це означає, що така діяльність виконує допоміжну функцію відносно основної діяльності підприємства. Отже, прикладами цілей інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу можуть бути:

- збереження тимчасово вільних коштів;
- отримання додаткової дохідності;
- формування стратегічного фінансового резерву;
- хеджування ризиків основної діяльності;
- забезпечення доступу до ліквідних активів;
- створення впливу на емітентів;
- підготовка до складніших корпоративних дій.

Отже, для підприємства інвестування на ринках капіталу не варто ототожнювати лише з пошуком максимальної дохідності, оскільки в корпоративному контексті фінансові інвестиції часто виконують допоміжну, стабілізаційну або страхову функцію щодо основної діяльності.

Виходячи із цілей інвестиційної діяльності підприємства та особливостей інструментів, що обертаються на організованих ринках капіталу, можемо сформулювати можливості, що надає інвестування на регульованих ринках капіталу бізнес-структурам:

- доповнювати і збалансовувати фінансові потоки;
- вкладати тимчасово вільні кошти, а також швидко їх вивільняти;
- хеджувати ризики основної діяльності;
- безперервно отримувати об'єктивну оцінку вартості інвестицій;

- інвестувати у ризиковані напрямки та нові ринкові ніші без необхідності розширення операційної діяльності і нарощування капітальних інвестицій;
- отримувати особливий рівень комунікації із емітентом для побудови майбутніх більш глибоких зв'язків, партнерств та альянсів.

Узагальнюючи вищезазначене, сутністю управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу є комплексна діяльність щодо визначення цілей інвестування і шляхів їх досягнення, оцінки об'єктів інвестування, управління інвестиційним портфелем, аналізу і контролю ефективності інвестування. Завданнями такої діяльності є досягнення визначених підприємством цілей інвестування із використанням особливостей і переваг, що характерні для активів, які обертаються на організованих ринках капіталу.

Науковці В. Шкроміда [146], І. Бланк, Г. Ситник, О. Корольова-Казанська, І. Ганечко [135], А. Семенов та ін. [134], О. Тридід, К. Орехова [128, 83], Л. Савчук, А. Череп [124], О. Полтініна [89], І. Новикова [2, 78, 79] досліджували питання фінансової стратегії підприємства та управління фінансовими ресурсами. Узагальнюючи результати цих досліджень, зазначимо, що із стратегічної точки зору, важливо використовувати не лише очевидні можливості, такі як вкладення у фінансові активи тимчасово вільних коштів, але і формувати комплексні підходи до балансування особливостей основної діяльності підприємства, компенсації певних ризиків, виявлення і використання додаткових можливостей, що сприяють довгостроковому розвитку підприємства.

Важливою умовою інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу є розуміння інституційно-правового середовища, в яких вони функціонують. Інвестиційна діяльність на такому ринку здійснюється не у довільному договірному середовищі, а в межах формалізованої системи правил торгів, допуску інструментів, процедур розкриття інформації, клірингу, розрахунків і нагляду. Тому управління інвестиційною діяльністю підприємства

має враховувати не лише очікувану дохідність інструменту, а й правовий статус ринку, правила доступу, вид професійного посередника, порядок укладення правочину, вимоги до звітності та можливі регуляторні обмеження.

Організаційне забезпечення інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу має враховувати як особливості такої діяльності, так і масштаб, і характер задач, які перед нею стоять. Залежно від цього, організація і реалізація управління інвестиціями може покладатися як додаткова функція на існуючого працівника, або вимагати створення декількох нових підрозділів. У загальному випадку, доцільною є побудова багаторівневої системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу, у якій власники або наглядова рада затверджують загальну інвестиційну політику, фінансовий директор або казначейство забезпечують її реалізацію, інвестиційний комітет ухвалює рішення щодо значущих операцій, ризик-менеджмент контролює ліміти, бухгалтерія та бек-офіс забезпечують облік, розрахунки й звірки, а служба внутрішнього аудиту перевіряє дотримання процедур. Важливо також, що підприємство у загальному випадку не є професійним учасником фінансових ринків, тому складні інвестиційні стратегії можуть потребувати залучення фінансових організацій, які спеціалізуються на управлінні активами або наданні інвестиційних послуг.

Інформаційно-аналітичне забезпечення формує основу не тільки для прийняття рішень щодо інвестування, але й для оцінки ризиків та результатів інвестиційної діяльності. Інвестиційні рішення на організованих ринках капіталу не можуть ухвалюватися виключно на основі інтуїції або короткострокової ринкової динаміки. Вони потребують систематичного збору, обробки та інтерпретації інформації про ринкові ціни, обсяги торгів, макроекономічні умови, фінансовий стан емітентів, процентні ставки, валютні курси, кредитні рейтинги, корпоративні події, регуляторні зміни, геополітичні ризики тощо. Дослідники О. Топоркова, К. Удачина, М. Подольхов зазначають, що основою управління

інвестиційними процесами на ринках капіталу є багатокomпонентне інформаційно-аналітичне забезпечення, до якого відносять макроекономічну інформацію, аналітичні інструменти та прогнози, міжнародну економічну інформацію, технологічні платформи, аналітичні системи та звіти [127]. Для підприємства це означає необхідність створення внутрішньої аналітичної функції або залучення професійних консультантів, які забезпечують регулярний моніторинг портфеля, оцінку ринкових умов та підготовку рекомендацій для інвестиційного комітету або фінансового директора.

Важливим аспектом інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу є вибір фінансових інструментів і ринкової інфраструктури. Організовані ринки капіталу надають підприємству доступ до акцій, облігацій, інструментів грошового ринку, деривативів, інвестиційних сертифікатів та інших фінансових активів, але управлінське рішення щодо їх використання має ґрунтуватися на оцінці ліквідності, волатильності, кредитної якості емітента, валютної структури, строковості, податкових наслідків і відповідності інвестиційній політиці підприємства. Важливо оцінювати не лише окремий актив, а й якість ринкового середовища, у якому цей актив купується, утримується та продається.

Останні дослідження Ю. Шулик [147], В. Голюк, В. Кузьмінський, О. Чумаченко [21], В. Чернега [143], О. Неізнана, Є. Тригубченко [74], Н. Татарин, О. Олійник [123], Н. Давиденко, О. Резніченко [27], Н. Танклевська, В. Ярмоленко [121], О. Мельник, І. Капітан [62] свідчать, що український фондовий ринок знаходиться не у найкращому стані. Урахування специфіки українського фондового ринку та доступності інших організованих ринків має впливати на інвестиційний процес ще на етапі його організації. Деякі привабливі інвестиційні стратегії можуть бути недоступними для бізнес-організації через обмеженість українського фондового ринку та ускладнений доступ до зарубіжних

організованих ринків капіталу. У дослідженні [127] підкреслено низьку інвестиційну привабливість цінних паперів українських емітентів, незначні обсяги торгів, домінування ОВДП у структурі біржових торгів і ключову роль держави та регулятора в розвитку ринку. Це означає, що для українського підприємства управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу має будуватися з урахуванням обмеженої глибини та бідного інструментарію внутрішнього ринку, концентрації ліквідності в державних боргових інструментах, недостатньої кількості якісних корпоративних емітентів, валютних та воєнних ризиків, а також можливості використання іноземних ринків у межах чинного валютного, податкового та регуляторного режиму.

Взаємодія з професійними учасниками ринків капіталу є важливою частиною процесу інвестування на організованих ринках капіталу. Законодавство України передбачає, що діяльність з торгівлі фінансовими інструментами здійснюється інвестиційними фірмами, а також банками за умови отримання відповідної ліцензії. Професійна діяльність на ринках капіталу здійснюється виключно на підставі ліцензії НКЦПФР, крім окремих передбачених законом випадків, а ліцензійні умови включають організаційні, операційні, капітальні та інші вимоги. Для підприємства це означає, що вибір брокера, депозитарної установи, банку, компанії з управління активами або іншого посередника є важливим рішенням та самостійним елементом управління ризиком. Критеріями вибору мають бути наявність відповідних ліцензій, фінансова стійкість, операційна надійність, якість звітності, доступ до ринків, вартість обслуговування, технологічна інтеграція та репутація.

Процесність управління інвестиційними активами передбачає етапність, безперервність та циклічність здійснення інвестиційного процесу. Наприклад, Ю. Коваленко, В. Корнеєв і Я. Белінська подають етапність управління активами на ринках капіталу через визначення основних інвестиційних цілей та обсягів

потенційного вкладення капіталу, моніторинг фінансових інструментів, формування інвестиційного портфеля, управління портфелем і оцінювання ефективності інвестиційної діяльності [46]. Для підприємства ця логіка може бути адаптована як замкнений управлінський цикл: спочатку визначаються цілі та обмеження, далі здійснюється аналіз інструментів і контрагентів, після цього формується портфель, надалі відбувається поточний моніторинг і ребалансування, а завершальним елементом є оцінювання результатів та коригування інвестиційної політики.

Формування та управління інвестиційним портфелем цінних паперів було предметом досліджень багатьох науковців, зокрема цю тему досліджували А. Сенік, О. Манзій, Ю. Футрик, О. Степанюк, Ю. Сенік [113], Н. Прокопенко, К. Прокопенко [101], О. Михайленко, В. Ременюк [65], D. Jacobs [189], R. Duchin, T. Gilbert, J. Harford, C. Hrdlicka [167], J. Jeffers, J. Kwon [190], О. Рудь [109], М. Іоргачова, О. Ковальова [42], Н. Андрушкевич, С. Фімяр, В. Блакита [5], П. Стецюк [119], Р. Лупак, Ю. Мігущенко [56], М. Мироненко, І. Сімонова [64], Т. Іваненко, І. Фартушний [40] та інші. З урахуванням попередніх досліджень, зазначимо, що формування інвестиційного портфелю на основі інструментів організованих ринках капіталу надає надзвичайно широкі можливості для реалізації різноманітних ідей та інвестиційних стратегій, в тому числі - далеко поза межами основної сфери діяльності бізнес-структури. Портфельний підхід дає змогу підприємству уникнути концентрації ризику в одному інструменті, емітенті, секторі, валюті чи строковому сегменті. Особливостями інвестицій на організованих ринках є потенційно висока ліквідність, подільність активів, прозорість поточної оцінки, можливість диверсифікації, додаткова захищеність через регуляції та лістингові вимоги, а також підзвітність об'єкта інвестування. У практичному вимірі, підприємство повинно визначити допустимі частки інструментів у портфелі, обмеження на одного емітента, максимальні валютні та

процентні ризики, допустиму середню дюрацію, мінімальний рівень ліквідності, порядок ребалансування та критерії виходу з позиції.

Управління ризиками є важливою складовою інвестиційного менеджменту. Інвестиції на організованих ринках капіталу, незважаючи на регульованість і публічність ціноутворення, не є безризиковими. Інвестиційні ризики та ризик-менеджмент підприємства досліджували Ю. Барташевська [6, 7], В. Глібчук [19], І. Дашко, О. Ємельянов, І. Крет [29], М. Змієнко [39], Р. Карпінський [44], Т. Тарасова, А. Черчата, Т. Ставерська [122] та інші. Узагальнюючи попередні дослідження, зазначимо, що підприємство стикається з ринковим ризиком, кредитним ризиком емітента, ризиком ліквідності, валютним ризиком, процентним ризиком, операційним ризиком, ризиком контрагента, правовим і комплаєнс-ризиком. Тому система управління ризиками підприємства повинна включати попередню оцінку ризику, лімітування, сценарний аналіз, стрес-тестування, моніторинг відхилень від лімітів, процедуру ескалації порушень і документування управлінських рішень. Управління ризиками передбачає їх ідентифікацію, оцінювання, моніторинг і мінімізацію. Одним із найпоширеніших методів зниження ризику є диверсифікація інвестиційного портфеля, тобто розподіл коштів між різними активами, галузями, емітентами та строками погашення. Крім того, підприємство може використовувати ліміти на інвестиції в окремі інструменти, страхування ризиків, хеджування, регулярний перегляд портфеля та внутрішній контроль за інвестиційними операціями. Важливе значення має також формування системи корпоративного ризик-менеджменту. Інвестиційні рішення повинні ухвалюватися не ситуативно чи виключно на основі очікуваної прибутковості, а мають спиратися на комплексний аналіз ризику та відповідати фінансовим можливостям підприємства.

Ліквідність інвестиційного портфеля є важливим аспектом управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу. Вона

характеризує здатність підприємства швидко перетворювати фінансові активи на грошові кошти без істотної втрати їхньої ринкової вартості. Тема управління ліквідністю та платоспроможністю підприємства досліджувалася в роботах науковців Л. Ремньова [107], Е. Соколова, Г. Чернявська [115], В. Нагайчук [70], О. Щербань [148], Г. Старостенко [117], О. Люта, Н. Пігуль, К. Глядько [59], Н. Притуляк [94], О. Лопатовська, О. Гаєвська [55], Т. Мулик, Л. Гуцаленко, Я. Мулик [68], І. Stefaniv [227], Г. Терен [125], І. Олександренко [81] та інших. К. Азізова, Ю. Тисячна [1], Н. Ткаченко [126], О. Насібова, В. Дзюба [71] та інші розробляли тему управління активами і пасивами підприємств та фінансових організацій. Узагальнюючи попередні дослідження, зазначимо, що ліквідність має особливе значення для підприємств, оскільки інвестиційна діяльність не повинна порушувати їхню поточну платоспроможність і здатність своєчасно виконувати фінансові зобов'язання. Інвестиційний портфель підприємства може включати різні фінансові інструменти: акції, облігації, державні цінні папери, депозитні сертифікати, інвестиційні сертифікати, деривативи та інші активи. Кожен із цих інструментів має різний рівень ліквідності. Наприклад, державні цінні папери або цінні папери великих емітентів, що активно торгуються на біржі, зазвичай є більш ліквідними. Натомість акції маловідомих компаній або облігації з низьким рівнем попиту можуть бути менш ліквідними, навіть якщо формально вони мають потенційно високу дохідність. Ліквідність портфеля залежить від кількох чинників. По-перше, важливе значення має обсяг торгів за конкретним фінансовим інструментом. Чим активніше цінний папір купується і продається на ринку, тим легше підприємству реалізувати його без суттєвого зниження ціни. По-друге, ліквідність залежить від глибини ринку, тобто наявності достатньої кількості покупців і продавців. По-третє, важливим показником є різниця між ціною купівлі та ціною продажу, тобто біржовий спред. Чим ширший спред, тим більшими можуть бути втрати підприємства під час швидкого продажу активу.

Управління ліквідністю інвестиційного портфеля передбачає встановлення раціонального співвідношення між високоліквідними, середньоліквідними та низьколіквідними активами. Надмірна концентрація коштів у високоліквідних інструментах може знизити загальну дохідність портфеля, оскільки такі активи часто мають нижчий рівень прибутковості. Водночас надмірне інвестування у низьколіквідні активи може створити загрозу фінансовій стабільності підприємства, особливо в разі необхідності швидкого залучення грошових коштів. З практичного погляду підприємство повинно формувати певний ліквідний резерв у структурі інвестиційного портфеля. Такий резерв може складатися з грошових коштів, короткострокових державних цінних паперів або інших фінансових інструментів, які можна швидко реалізувати на організованому ринку. Наявність ліквідного резерву дозволяє підприємству своєчасно реагувати на зміни ринкової ситуації, виконувати поточні зобов'язання, використовувати нові інвестиційні можливості та знижувати ризик вимушеного продажу активів за не вигідними цінами. Отже, ліквідність інвестиційного портфеля слід розглядати не лише як технічну характеристику фінансових активів, а як важливий елемент фінансової безпеки підприємства. Ефективне управління ліквідністю забезпечує гнучкість інвестиційної політики, підтримує платоспроможність і дозволяє підприємству зберігати стійкість навіть за умов погіршення ринкової кон'юнктури.

Інвестиційна діяльність підприємства на організованих ринках капіталу значною мірою залежить від макроекономічного середовища. Підприємство не може приймати інвестиційні рішення ізольовано від загального стану економіки, оскільки ринкова вартість фінансових інструментів, доступність капіталу, рівень ризику та очікувана дохідність інвестицій формуються під впливом зовнішніх економічних чинників. Одним із найважливіших макроекономічних чинників є інфляція. Зростання загального рівня цін зменшує реальну вартість майбутніх

грошових потоків і впливає на очікувану дохідність інвестицій. За високої інфляції інвестори вимагають вищої номінальної дохідності, щоб компенсувати втрату купівельної спроможності грошей. Для підприємства це означає подорожчання капіталу та підвищення вимог до прибутковості інвестицій. Крім того, інфляція ускладнює фінансове планування, оскільки майбутні витрати, доходи та грошові потоки стають менш передбачуваними. Важливу роль відіграє рівень процентних ставок. Підвищення процентних ставок, як правило, збільшує вартість позикового капіталу, ускладнює обслуговування боргу та знижує привабливість інвестицій, які фінансуються за рахунок кредитів або облігацій. Крім того, зростання ставок може зменшувати ринкову вартість раніше випущених облігацій, оскільки нові боргові інструменти пропонують інвесторам вищу дохідність. Натомість зниження процентних ставок здешевлює залучення фінансових ресурсів і може стимулювати інвестиційну активність підприємств. Валютний курс також істотно впливає на інвестиційну діяльність, особливо якщо підприємство здійснює операції в іноземній валюті, має валютні кредити, імпортує обладнання або інвестує в іноземні фінансові інструменти. Девальвація національної валюти може збільшувати вартість обслуговування валютних зобов'язань і підвищувати витрати на імпортні ресурси. Водночас для підприємств-експортерів вона може створювати додаткові доходи у національній валюті. Отже, валютний чинник має неоднозначний вплив і потребує ретельного аналізу залежно від структури доходів, витрат та зобов'язань підприємства. Стан економічного циклу також визначає характер інвестиційної поведінки підприємств. У період економічного зростання підприємства зазвичай активніше залучають капітал, розширюють виробництво, інвестують у нові проєкти та охочіше беруть на себе ризики. У період рецесії або спаду інвестиційна активність знижується, оскільки зростає невизначеність, погіршується платоспроможність контрагентів, зменшується попит на продукцію та

підвищується ризик збитковості інвестицій. На інвестиційну діяльність та вартість активів впливають також політична стабільність, податкова політика, державне регулювання, доступність кредитних ресурсів, стан банківської системи та очікування інвесторів. Якщо макроекономічне середовище є прогнозованим, підприємства мають більше можливостей для довгострокового планування. Якщо ж економічна ситуація характеризується нестабільністю, підприємства змушені скорочувати інвестиційні горизонти, підвищувати вимоги до ліквідності активів і приділяти більше уваги ризик-менеджменту. Таким чином, макроекономічні чинники формують зовнішні умови інвестиційної діяльності підприємства. Їх урахування дозволяє підвищити обґрунтованість інвестиційних рішень, уникнути надмірних ризиків і забезпечити відповідність інвестиційної політики реальним умовам функціонування ринку капіталу.

Дотримання вимог спеціального законодавства, регуляторний комплаєнс і прозорість є важливою вимогою збереження доступу до регульованих ринків. Організовані ринки капіталу функціонують у режимі підвищених вимог до добросовісної ринкової поведінки, запобігання маніпулюванню, управління конфліктами інтересів, розкриття інформації та захисту інвесторів. Зокрема, законодавчі зміни 2024 року посилили акцент на нагляді за ринковою поведінкою, захисті прав учасників, прозорості функціонування ринків, добросовісній конкуренції, зменшенні системних ризиків і контролі за розкриттям інформації [95]. Для підприємства як інвестора це означає необхідність документування інвестиційних рішень, дотримання внутрішніх політик, перевірки контрагентів, контролю пов'язаних осіб, коректного бухгалтерського відображення операцій та своєчасного розкриття інформації у випадках, коли цього вимагає законодавство або статус самого підприємства.

Ефективність управління фінансовими інвестиціями на організованих ринках капіталу не може вимірюватися лише абсолютною сумою прибутку.

Доцільно застосовувати систему показників, що включає дохідність портфеля, дохідність з урахуванням ризику, волатильність, максимальне просідання, ліквідність, відхилення від бенчмарку, виконання лімітів, вплив портфеля на грошові потоки підприємства, вартість обслуговування операцій і відповідність результатів затвердженій інвестиційній політиці. У моделі управління активами на ринках капіталу оцінювання ефективності інвестиційної діяльності розглядається як окремий завершальний етап управлінського процесу [46]. Саме на цьому етапі фінансове керівництво має встановити, чи забезпечив портфель необхідний баланс між дохідністю, ліквідністю, ризиком і стратегічними потребами підприємства.

Врахування особливостей інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу дає змогу розглядати таку діяльність не як сукупність окремих операцій купівлі-продажу фінансових інструментів, а як цілісний управлінський механізм, що пов'язує стратегічні цілі підприємства, фінансову стійкість, ринкові можливості, ризик-менеджмент і регуляторну дисципліну. Саме системність цього механізму визначає здатність підприємства використовувати організовані ринки капіталу не лише для отримання додаткового доходу, а і для підтримання ліквідності, диверсифікації ризиків, підвищення фінансової гнучкості та забезпечення довгострокового розвитку.

Висновки до розділу 1

За результатами проведеного дослідження теоретичних основ управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу було зроблено наступні висновки:

1. Детальний аналіз наукових праць дозволив сформулювати авторське визначення поняття “управління інвестиційною діяльністю” - це усвідомлена та цілеспрямована управлінська діяльність щодо організації та забезпечення процесу здійснення інвестицій.

2. На основі аналізу наукових джерел визначено найважливіші принципи управління інвестиційною діяльністю підприємства: інтегрованість із загальною системою управління підприємством, стратегічна спрямованість, комплексність, ефективність, гнучкість, альтернативність та наявність зворотного зв'язку.

3. Розроблено діаграму процесу управління інвестиційною діяльністю підприємства з визначенням послідовності етапів та їх сутності цього процесу, а саме: аналітичний етап; етап формування інвестиційної стратегії та політики; пошук, відбір та оцінювання інвестиційних проєктів; прийняття інвестиційних рішень і визначення структури фінансування; реалізація інвестиційних проєктів; моніторинг, контроль і оцінювання результатів. А також було вказано на циклічність цього процесу, що є необхідною умовою його адаптації та покращення.

4. Доповнено аналіз наукових джерел щодо визначення складових процесу формування інвестиційної стратегії напрацюваннями О. Гуторова та визначено найбільш поширених у наукових визначеннях складових: визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії; дослідження факторів зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку; оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної

діяльності; визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності; оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії.

5. На основі аналізу наукових джерел запропоноване авторське визначення поняття “інвестиційна політика підприємства” - це цілісна система стратегічних орієнтирів, принципів, управлінських рішень, організаційно-фінансових процедур і контрольних механізмів, за допомогою яких підприємство формує, розподіляє та використовує інвестиційні ресурси для реалізації реальних, фінансових та інноваційних інвестицій з метою забезпечення довгострокового розвитку, підвищення вартості бізнесу, підтримання фінансової стійкості та зміцнення конкурентних позицій.

6. Запропоновано розглядати формування інвестиційної політики підприємства як процес із наступними етапами: 1) аналіз стратегічних цілей підприємства, його фінансового стану, інвестиційного потенціалу, структури активів і потреб у розвитку; 2) визначення пріоритетних напрямів інвестування; 3) встановлення критеріїв добору інвестиційних рішень; 4) визначення джерела фінансування та структури капіталу; 5) створення системи організаційного забезпечення; 6) оцінювання результатів і коригування політик.

7. Запропоновано структурувати інвестиційну програму на такі складові: мету програми; стратегічне обґрунтування; перелік інвестиційних проєктів; характеристику кожного проєкту; аналіз взаємозв'язків інвестиційних проєктів між собою; бюджет програми; джерела фінансування; календарний план реалізації; прогноз грошових потоків; показники ефективності; оцінку ризиків; систему відповідальності; порядок моніторингу; процедуру коригування; очікуваний економічний, фінансовий, виробничий, соціальний або екологічний ефект.

8. Визначено джерела невизначеності при розрахунку справедливої вартості акцій: ставка дисконтування, суми та графік грошових потоків, строк інвестиції.

9. Визначено особливості інвестицій на організованих ринках капіталу: потенційно висока ліквідність через велику кількість покупців і продавців на цих ринках; подільність, оскільки характер активів дозволяє купляти і продавати їх частинами; прозорість оцінки поточної вартості через публічність ціноутворення; диверсифікація, тобто можливість інвестувати в різні види інструментів і різних емітентів, що дозволяє створити збалансований портфель для зниження ризиків; додаткова захищеність через наявність специфічних регуляцій і вимог для лістингу; підзвітність об'єкта інвестування навіть у випадках, коли інвестор не має істотної участі в капіталі; доступ до активів, які є некорельованими або обернено корельованими із основним бізнесом компанії.

10. Запропоноване авторське визначення терміну “управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу” - це комплексна діяльність щодо організації та забезпечення реалізації інвестиційного процесу із урахуванням особливостей об'єктів інвестування - цінних паперів, включно із визначенням цілей інвестування, оцінкою об'єктів інвестування, управлінням портфелем та аналізом ефективності інвестицій.

11. Розроблено перелік ключових аспектів управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу: специфічні цілі інвестиційної діяльності; інституційно-правове розуміння середовища організованих ринків капіталу; організаційне забезпечення інвестиційної діяльності; інформаційно-аналітичне забезпечення інвестиційної діяльності; вибір фінансових інструментів і ринкової інфраструктури; урахування специфіки українського фондового ринку та доступності інших організованих ринків; взаємодія з професійними учасниками ринків капіталу; формування

інвестиційного портфеля; процесність управління інвестиційними активами; управління ризиками; управління ліквідністю; вплив макроекономічних чинників; регуляторний комплаєнс і прозорість; оцінювання ефективності інвестиційної діяльності.

12. Запропоновано перелік цілей управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу: збереження тимчасово вільних коштів; отримання додаткової доходності; формування стратегічного фінансового резерву; хеджування ризиків основної діяльності; забезпечення доступу до ліквідних активів; створення впливу на емітентів; підготовка до складніших корпоративних дій.

13. Запропоновано перелік можливостей, що надає інвестування на регульованих ринках капіталу бізнес-структурам: доповнювати і збалансовувати фінансові потоки; вкладати тимчасово вільні кошти, а також швидко їх вивільняти; хеджувати ризики основної діяльності; безперервно отримувати об'єктивну оцінку вартості інвестицій; інвестувати у ризиковані напрямки та нові ринкові ніші без необхідності розширення операційної діяльності і нарощування капітальних інвестицій; отримувати особливий рівень комунікації із емітентом для побудови майбутніх більш глибоких зв'язків, партнерств та альянсів.

Результати дослідження опубліковані у таких наукових працях [23, 102, 103, 104].

РОЗДІЛ 2.

ОЦІНКА ТА ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ НА РИНКАХ КАПІТАЛУ БІЗНЕС-СТРУКТУР АГРОПРОМИСЛОВОГО КОМПЛЕКСУ

2.1. Дослідження бізнес-середовища, стану ринків капіталу та інвестиційної діяльності бізнес-структур на них

Важливий вплив на формування системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу чинить зовнішнє по відношенню до бізнес-структури середовище: загальноекономічна ситуація, доступність ринків капіталу, фінансових інструментів, необхідної фінансової інфраструктури. Проаналізуємо детальніше актуальну ситуацію за цими напрямками.

Сучасний стан економіки України можна охарактеризувати кризовим періодом, що спричинений повномасштабною агресією російської федерації. У попереднє десятиліття економіка переважно зростала за виключенням кризових 2020 та 2022 років (рис. 2.1).

У 2020 році глобальна економічна криза, зумовлена пандемією COVID-19, вплинула негативно також і на експортоорієнтовану економіку України. Повномасштабне вторгнення російської федерації, яке призвело до соціально-економічних потрясінь та окупації значних територій, спричинило падіння ВВП на 28,8% у 2022 році [49]. У наступні роки економіка України почала відновлення, але його темпи були доволі помірними на фоні масштабних бойових дій, російських атак на цивільну інфраструктуру, зокрема на об'єкти енергетики та логістики.

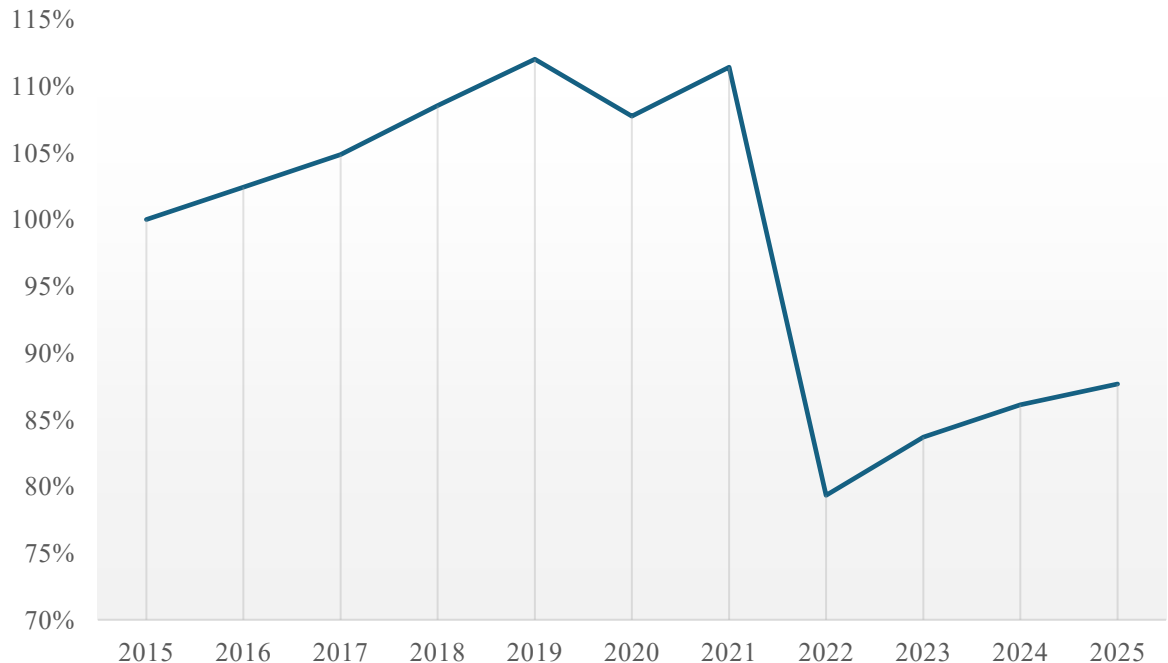


Рис. 2.1. Динаміка індексу фізичного обсягу валового внутрішнього продукту у 2015-2025 рр. відносно значення 2015 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [30]

Одночасне падіння економіки, і, відповідно, надходжень до держбюджету, та необхідність фінансування великих воєнних витрат спричинили кризу у державних фінансах. Рекордні дефіцити державного бюджету доводилося фінансувати спочатку емісійними методами, а пізніше - переважно за рахунок міжнародної фінансової допомоги. Для пом'якшення впливу повномасштабного вторгнення РФ на стабільність фінансової системи України, у 2022 році було здійснені суттєві регуляторні втручання та накладено значні обмеження, зокрема [108]:

- зафіксовано офіційний курс гривні до долара США;
- введено низку тимчасових адміністративних обмежень щодо валютних операцій та транскордонного руху капіталу;
- підвищено облікову ставку до 25%;

- НБУ розпочав прямий викуп державних облігацій.

Незважаючи на своєчасні заходи регуляторів, вплив повномасштабного вторгнення РФ на фінансову систему України був масштабним. Індекс споживчих цін зріс на 26,6% [72], та, за офіційним курсом, гривня девальвувала на 25,4% відносно долара США [72] лише за 2022 рік.

Загалом, попереднє десятиліття характеризувалося відносно високою інфляцією, яка мала тенденцію до зниження з 2015 р. до 2019 р. та значно зростала у кризові 2020 та 2022 роки (рис. 2.2). У 2015-2025 рр. облікова ставка НБУ, в цілому, відповідає інфляції, та знаходилася на значно вищих рівнях, ніж відповідні ставки ФРС та ЄЦБ, які значну частину періоду мали значення близькі до нуля, та, навіть, від'ємні.

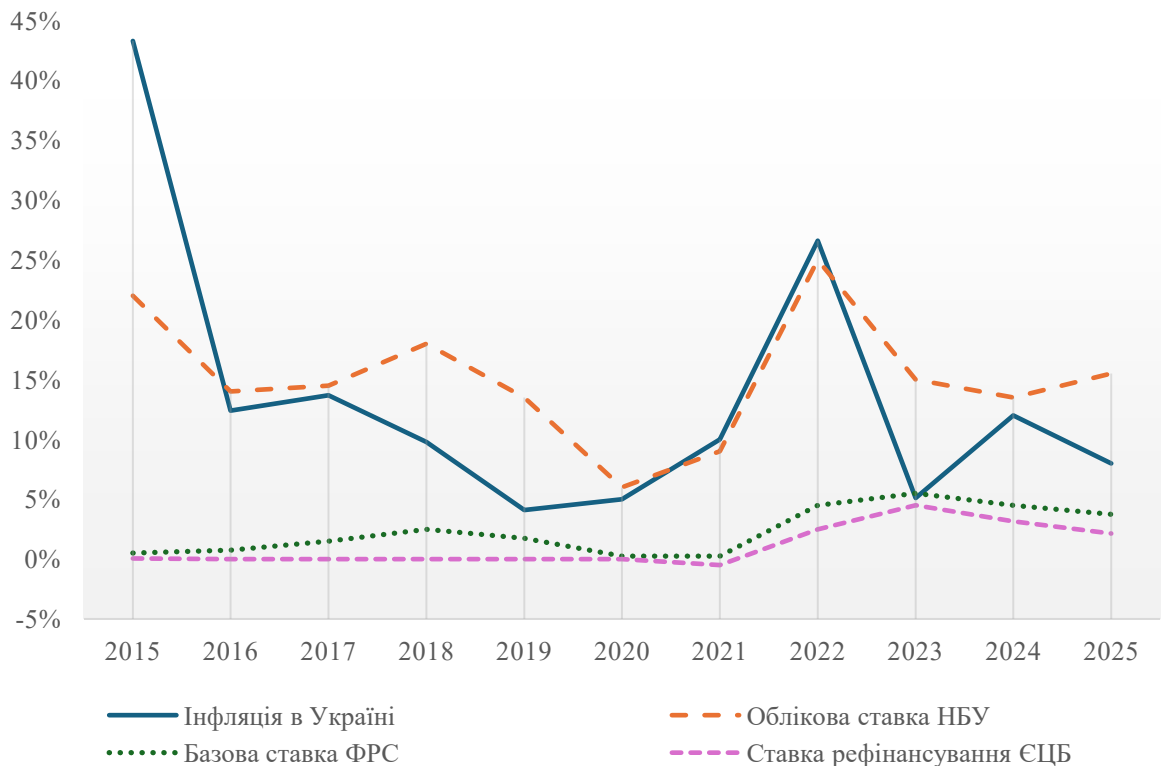


Рис. 2.2. Споживча інфляція в Україні, облікова ставка НБУ, базова ставка ФРС, ставка рефінансування ЄЦБ у 2015-2025 рр.*

*побудовано автором на основі даних [30, 72, 234, 169]

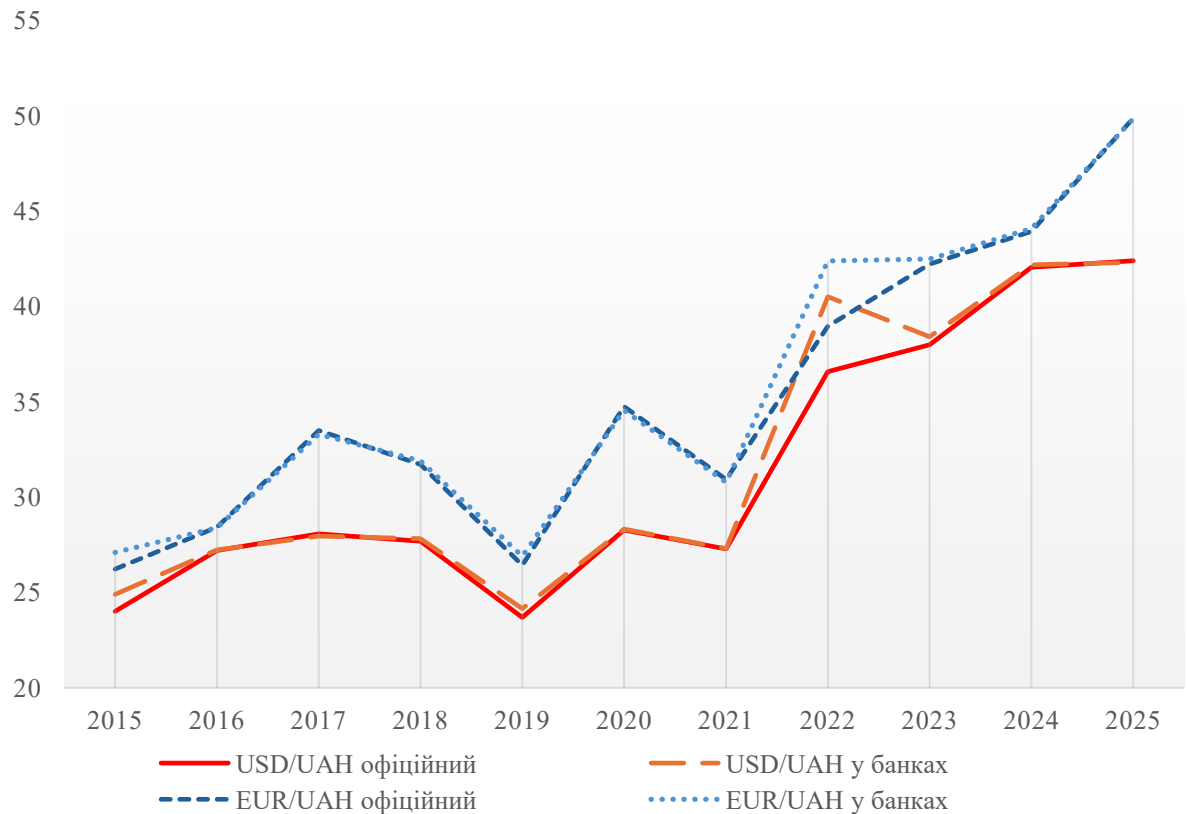


Рис. 2.3. Курси долара США та євро до гривні, у 2015-2025 рр.*

*побудовано автором на основі даних [72, 66]

Курс національної валюти до долара США та євро мав різноспрямовані тенденції у 2015-2021 рр., та перейшов до помітного зниження з 2022 року (рис. 2.3). У 2022 та частково у 2023 роках існувала суттєва різниця між офіційним курсом НБУ та реальними курсами банківського та готівкового ринків, що додавало ризиків та валютних витрат для суб'єктів економічної діяльності. У 2023 році НБУ пом'якшив валютні обмеження, і з того часу офіційний курс гривні відповідає ринковому. В цілому, гривня залишається м'яко прив'язаною до долара США, який займає 66% у валютній структурі міжнародних резервів НБУ [72]. У певній перспективі очікується, що у зв'язку з європейською інтеграцією України, основною валютою прив'язки гривні може стати євро [93].

Динаміка інвестування у 2015-2025 роках мала ті ж самі тенденції, що й національна економіка в цілому. Капітальні інвестиції мали стійку тенденцію до зростання у 2015-2019 рр., яка була перервана спадами у 2020 та 2022 роках (рис. 2.4.).



Рис. 2.4. Динаміка капітальних інвестицій скоригованих на індекс споживчих цін у 2015-2024 рр. відносно значення 2015 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [30]

Окрім сильної волатильності абсолютних значень капітальних інвестицій, протягом 2015-2024 рр. відбувалися також і помітні структурні зміни (рис. 2.5). Доля інвестицій в машини та устаткування була найбільшою та мала тенденцію до стійкого зростання. Частка інвестицій в інженерні споруди зростала відповідно до динаміки державних програм інвестицій в розвиток інфраструктури у 2019-2021 рр., знижувалась у 2022 році через зміщення пріоритетів держави на

організацію оборони в умовах обмежених ресурсів, та зростала у 2023-2024 рр. на фоні необхідності відновлення цивільної інфраструктури, пошкодженої та зруйнованої внаслідок атак рф. Частка інвестицій у житлові будинки мала стійку тенденцію до падіння, а у нежитлові будівлі та транспортні засоби - зберігали свої рівні. Доля всіх інших капітальних інвестицій коливалася на рівні 10%, а окремі їх види мали різні коливання рік від року.

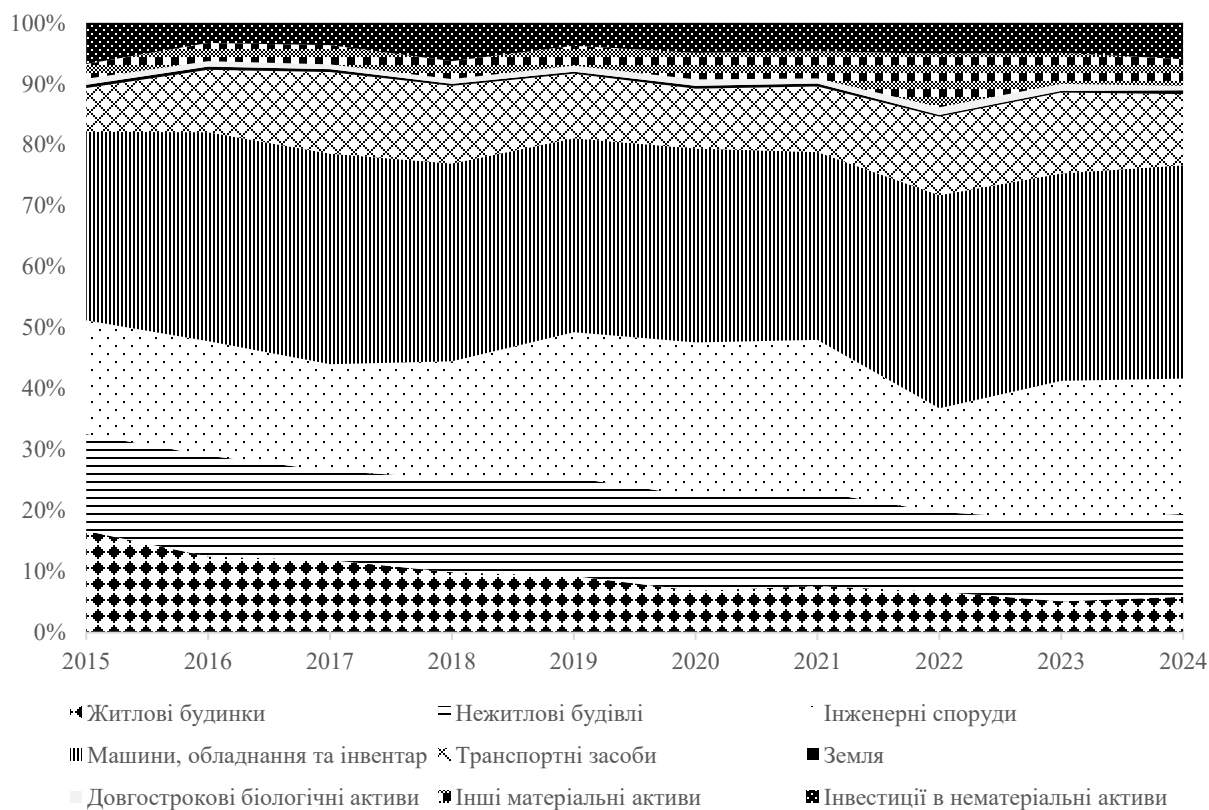


Рис. 2.5. Структура капітальних інвестицій в динаміці у 2015-2024 рр.

*розраховано та побудовано автором на основі даних [30]

Загалом, за попередні роки український ринок капітальних інвестицій зазнав суттєвих змін. Основні тенденції ми можемо окреслити наступним чином:

– реакція на повномасштабну агресію рф: перенесення виробничих потужностей у більш безпечні регіони, та створення нових потужностей, що

виробляють товари, які раніше вироблялися на територіях, що нині є окупованими, або товари, що раніше імпортувалися з РФ та Білорусі;

– зростання інтересу до інноваційних технологій: в умовах цифровізації та розвитку високотехнологічних секторів українські компанії активно впроваджують нові рішення для оптимізації виробництва, що сприяє залученню інвестицій в ІТ, оборонну промисловість, електронну комерцію, аграрні та біотехнології та інші інноваційні галузі;

– переорієнтація інвестиційних потоків: сучасна глобальна кон'юнктура спричинила зміщення уваги інвесторів на безпечні активи та галузі з високою доданою вартістю, в Україні це відображається у зростанні інтересу до проєктів у сфері відновлюваної енергетики, аграрної промисловості з високим технологічним потенціалом та екологічно чистих технологій;

– активізація внутрішніх інвестицій: через обмеження зовнішніх фінансових потоків та зростання геополітичних ризиків, українські бізнес-структури звертаються до внутрішніх джерел фінансування, це стимулює розвиток ринку капіталу, активізацію ролі банківської системи та використання альтернативних фінансових інструментів;

– соціально-демографічні зрушення: війна спричинила масштабну внутрішню та зовнішню міграцію, що призвело до часткової втрати та перерозподілу трудових ресурсів, а також зростання навантаження на соціальну інфраструктуру відносно безпечних регіонів;

– посилення європейської інтеграції: на шляху підготовки України до вступу у ЄС українські бізнес-структури у своїй більшості потребуватимуть адаптації до європейських нормативів та стандартів, а також до можливостей та загроз, що з'являться разом із доступом до великого та конкурентного спільного ринку ЄС;

– посилення ролі державної підтримки: в умовах глобальних викликів держава все активніше залучається до формування інвестиційної політики

шляхом впровадження стимулюючих механізмів, таких як податкові пільги, субсидії, гарантії та інші інструменти підтримки бізнесу.

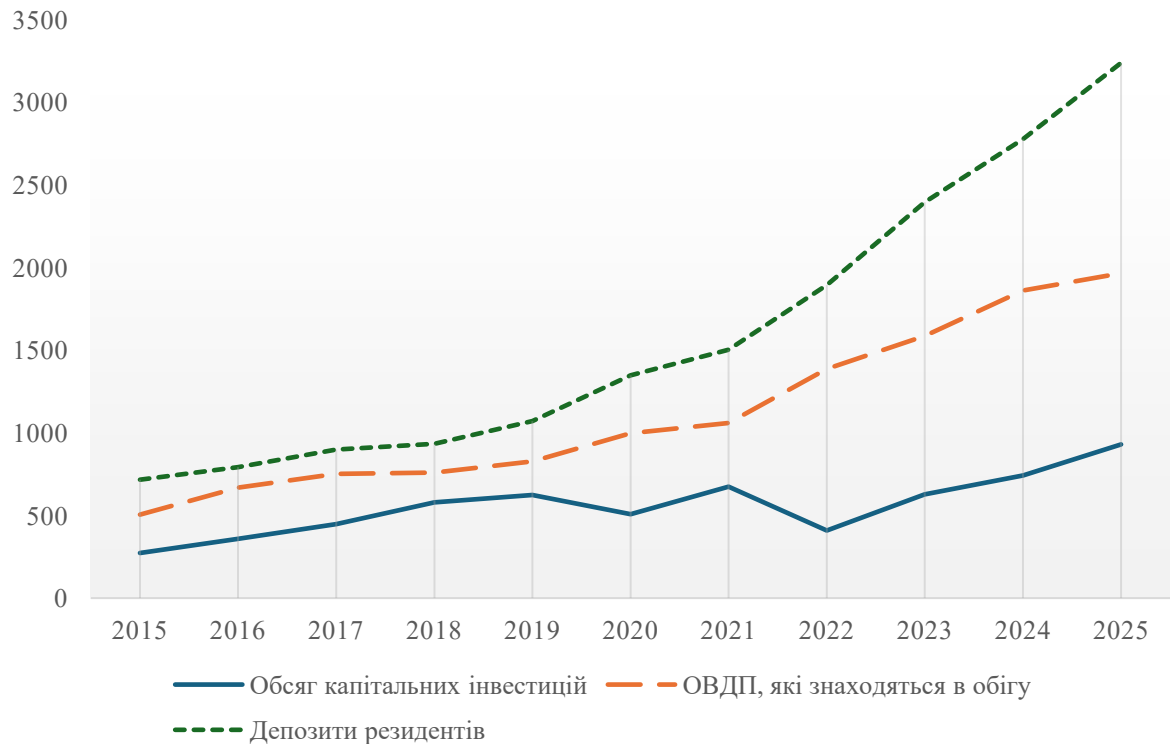


Рис. 2.6. Обсяг капітальних інвестицій, ОВДП в обігу та депозитів резидентів у 2015-2024 рр., млрд.грн.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [30, 72]

Зазначимо, що протягом попередніх років поведінка українського фондового ринку та фінансової системи загалом значно відрізнялася від динаміки капітальних інвестицій (рис. 2.6). Зокрема, обсяг ОВДП, що знаходяться в обігу, та об'єм депозитів резидентів демонстрували стійке зростання, яке навіть прискорювалося у кризові 2020 та 2022 роки. Таку тенденцію можна пояснити з одного боку - державною фінансовою політикою, що призводила до збільшення об'єму грошових коштів в обігу та пріоритезації забезпечення стабільності

фінансової системи, а з іншого боку - прагненням економічних агентів зберігати високу ліквідність власних активів в умовах невизначеності.

Ринок акцій України з 2018 року демонстрував поведінку, що значно відрізняється від тенденцій іноземних ринків акцій (рис. 2.7). Спаду глобальних ринків у 2018 році відповідало зростання індексу ПФТС на 76%.

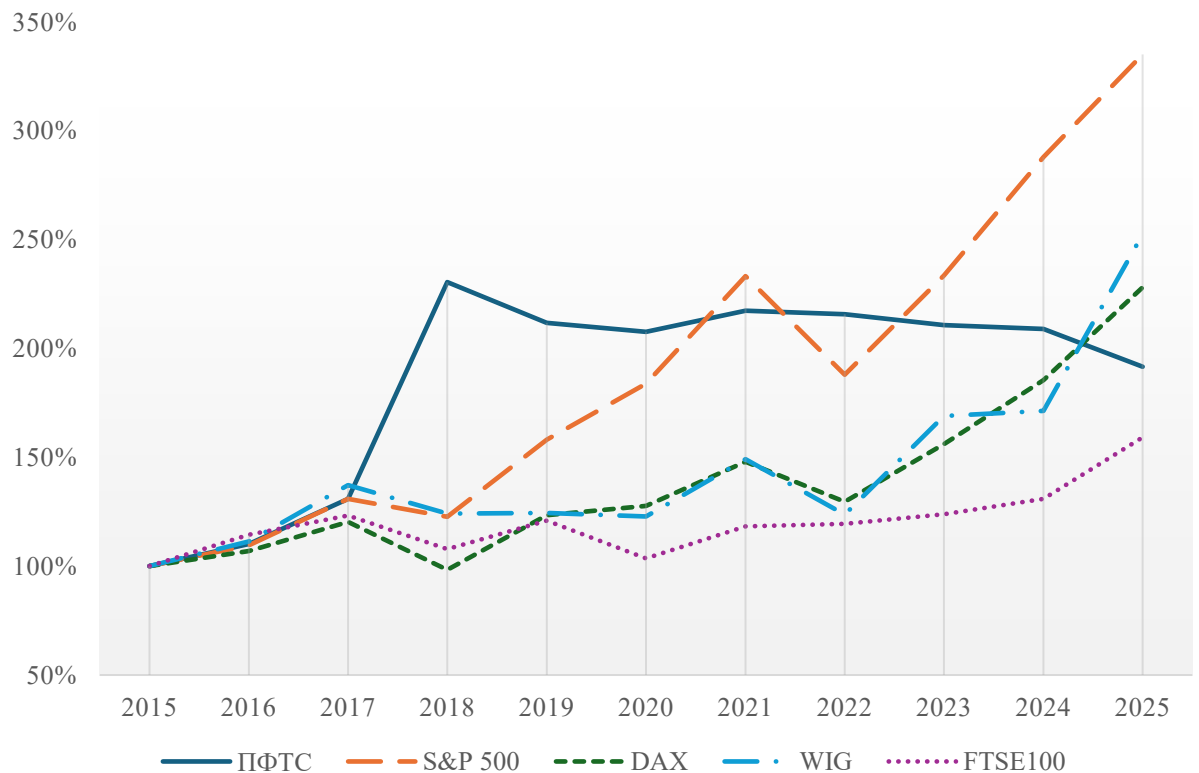


Рис. 2.7. Фондові індекси у 2015-2025 рр.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [41, 184, 232, 234]

У наступні роки індекс ПФТС стояв на місці, фактично ігноруючи не тільки глобальні цикли падіння та зростання фондових ринків, але і повномасштабне вторгнення рф, яке мало б мати суттєвий вплив на оцінку вартості українських компаній. Нижче спробуємо виявити причини такої поведінки головного фондового індексу України.

Капіталізація компаній, які розміщені на фондовому ринку, є важливим показником розвитку ринків капіталу та економіки в цілому. Якщо скоригувати цей показник на вартість ВВП, тоді можна оцінити розвиток фондового ринку країни відносно інших країн, фактично, у одному масштабі. Як бачимо (рис. 2.8), співвідношення вартості публічних компаній до ВВП в Україні в десятки разів менше, ніж в інших країнах світу.

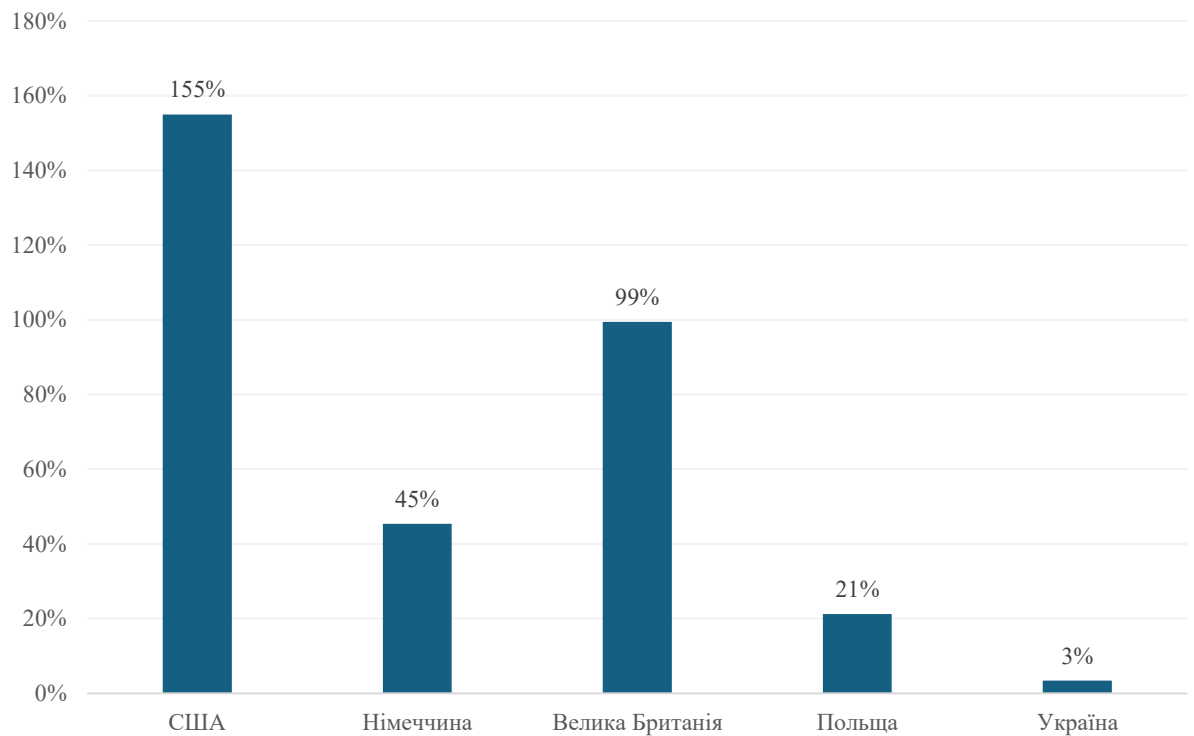


Рис. 2.8. Капіталізація компаній, розміщених на фондовому ринку відносно ВВП у 2022 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [229, 233]

Тобто роль фондового ринку в економіці України знаходиться на надзвичайно низькому рівні. Основна частка ВВП України генерується поза публічними компаніями, і, вочевидь, ринок акцій в Україні не слугує важливим інструментом залучення коштів українськими компаніями.

Об'єм торгів акціями є ще менш значним. У відношенні до ВВП, він показує значення, що наближаються до нуля на фоні десятків і навіть сотень відсотків у інших країнах (рис. 2.9). Це свідчить про те, що акції українських компаній не є ліквідним фінансовим інструментом. Частка акцій публічних компаній, що фактично обертаються на ринку, є надзвичайно малою у порівнянні із капіталізацією цих компаній. Відповідно, навіть для цих компаній можливості для залучення коштів у капітал є дуже обмеженими. З іншого боку, низька ліквідність акцій українських компаній значно обмежує можливості для інвестування значних об'ємів коштів внутрішніх та зовнішніх інвесторів.

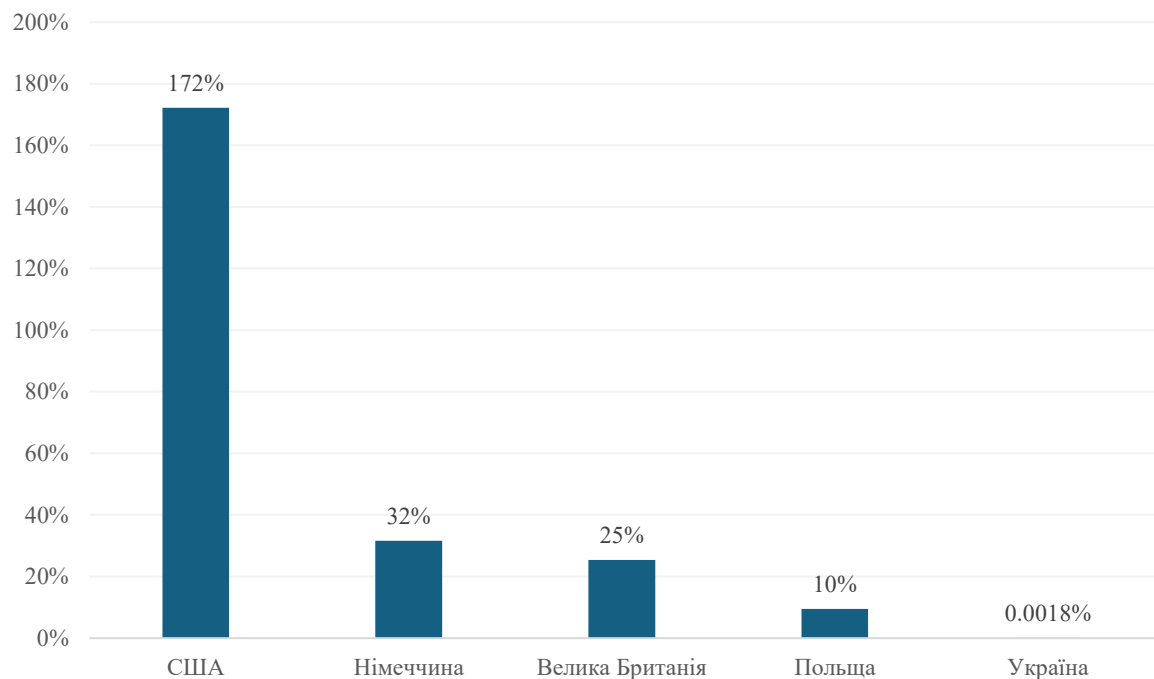


Рис. 2.9. Об'єми торгів на фондовому ринку відносно ВВП у 2022 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [4, 184, 231, 234]

Якщо розглядати фондовий ринок України загалом, включно, зокрема, із ринками акцій та облігацій, то динаміка об'ємів торгівлі на фондових біржах протягом попереднього десятиліття, в цілому, відповідала динаміці інших

економічних показників (рис. 2.10): зростання 2018-2021 років було перерване величезним спадом 2022 року, а у 2023 році спостерігалось відновлення, а у 2024-2025 рр. - зростання до нових максимумів.

Варто зазначити, що падіння обсягів торгівлі на організованих ринках капіталу в Україні у 2022 році значною мірою пов'язане із дією рішення НКЦПФР №144 від 24.02.2022 “Про упорядкування проведення операцій на ринках капіталу на період дії воєнного стану” [100], яким було тимчасово зупинено розміщення, обіг та викуп всіх цінних паперів за невеликими виключеннями, зокрема:

- операцій НБУ, пов'язані із здійсненням монетарної та грошово-кредитної політики;
- операцій Міністерства фінансів з обслуговування державного боргу;
- операцій на вторинному ринку з ОВДП певних випусків, які Міністерство фінансів розміщувало після 24.02.2022.

Зазначені обмеження поступово послаблювалися протягом наступних місяців, зокрема, до виключень було додано загалом 20 випусків ОВДП. Зрештою, рішенням №1053 від 04.08.2022 “Про впорядкування провадження професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках у період дії воєнного стану” [96], НКЦПФР скасувала більшість обмежень системного характеру, і діяльність ринків капіталу відновилася повною мірою.

Щодо структури торгів на організованих ринках капіталу за майданчиками (рис. 2.10) зазначимо, що основна частка угод здійснювалася на біржах ПФТС та Перспектива. Від лідерів значно відставала Українська Біржа, а роль всіх інших майданчиків була практично непомітною.

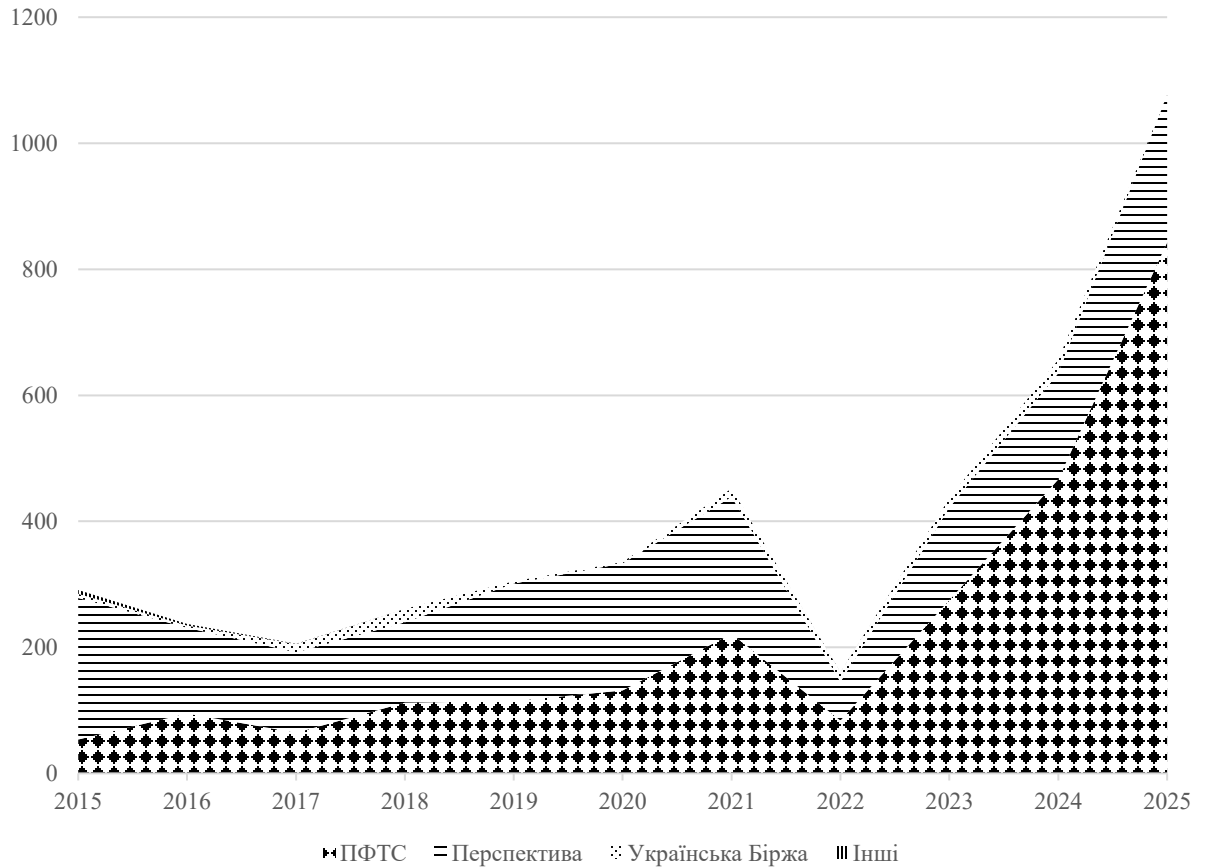


Рис. 2.10. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на біржах в Україні у 2015-2025 рр., млрд. грн.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [4]

Більше того, переважна кількість бірж, які існували у 2015 році, протягом наступного десятиліття припинили свою діяльність, а майбутнє однієї з тих трьох, які функціонували у 2024 році (АТ “Фондова біржа ПФТС”, ПрАТ “Фондова біржа “Перспектива”, АТ “Українська Біржа”), знаходиться під великим питанням: ліцензію АТ “Українська Біржа” було анульовано рішенням НКЦПФР, про що було повідомлено 12.06.2024 на офіційному сайті комісії [77], але дане рішення було оскаржене у судовому порядку, та, в результаті, торги на біржі були відновлені 24.09.2024 [129]; проте, станом на вересень 2025 року, дана біржа

відсутня у Інформаційних довідках щодо ринків капіталу України [4] та у переліку ліцензованих організаторів торгівлі фінансовими інструментами [106].

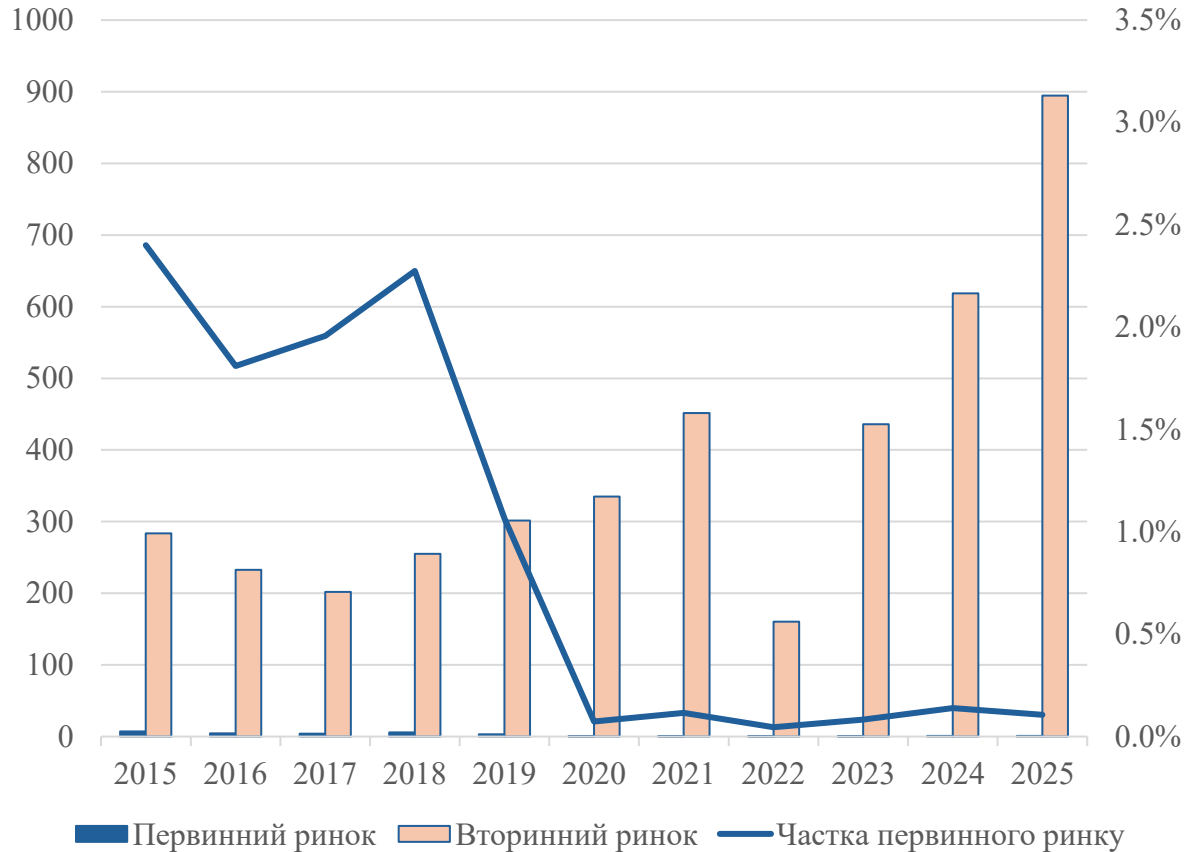


Рис. 2.11. Обсяг торгів на первинному та вторинному ринках цінних паперів, млрд. грн. (права шкала), та частка первинного ринку (ліва шкала) у 2015-2025 рр.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [4]

За обсягами торгів вторинний ринок цінних паперів значно переважає первинний (рис. 2.11), що є нормальною ситуацією. Але доля первинного ринку з 2019 року знизилася багатократно, і з 2020 року стабільно перебуває на значеннях, що наближаються до нуля. Отже, сучасний фондовий ринок України

фактично не виконує функцію залучення капіталу, та слугує місцем, де можна продати і купити цінні папери, які вже знаходилися в обігу.

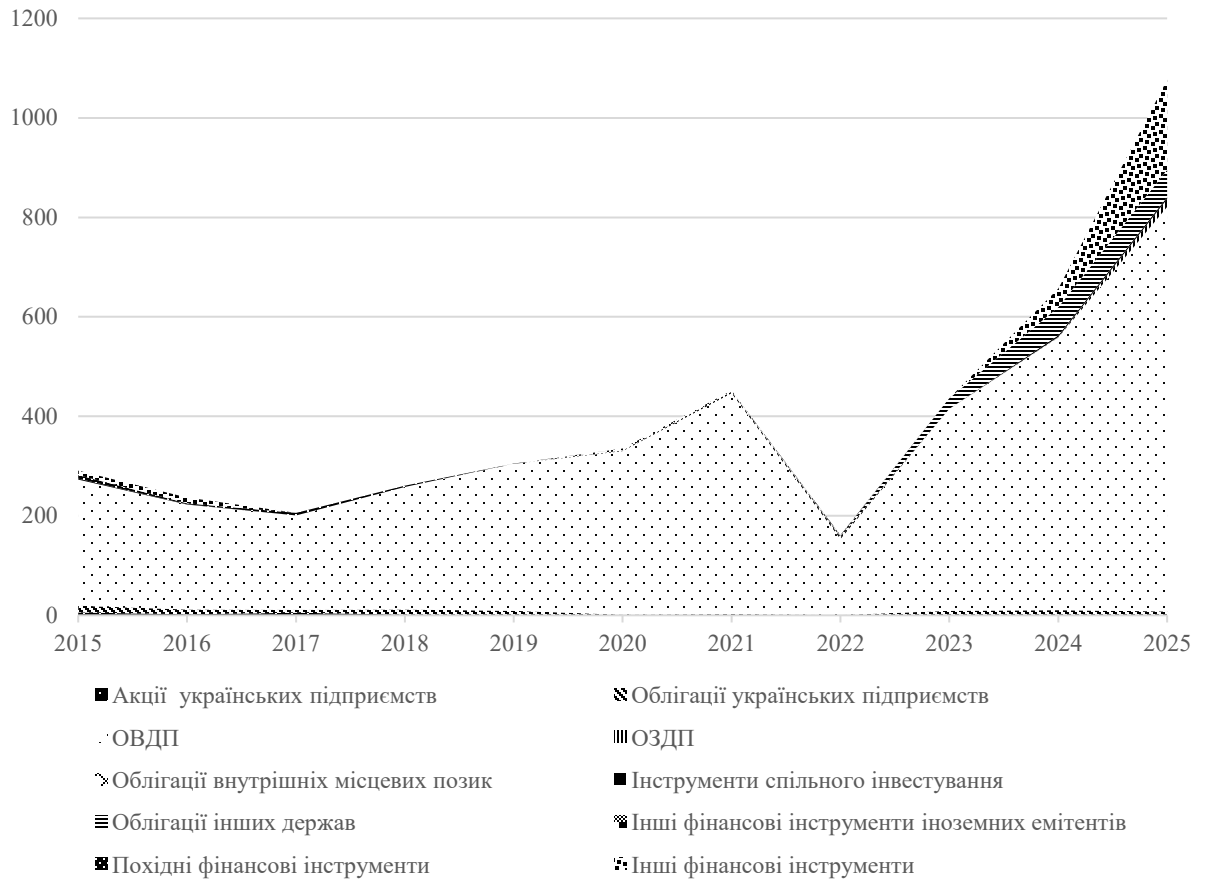


Рис. 2.12. Обсяг торгівлі фінансовими інструментами на організованих ринках за групами фінансових інструментів у 2015-2024 рр., млрд. грн.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [106]

У структурі торгівлі фінансовими інструментами на організованих ринках за групами фінансових інструментів (рис. 2.12) левову частку займають облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Для них первинний ринок формується банками-первинними дилерами, тобто поза біржовими майданчиками, а на фондових біржах обіг цих цінних паперів здійснюється у вигляді вторинного

ринку. Частка акцій в загальному обсягу торгів була ледь помітною у 2015-2018 роках, а пізніше - фактично наблизилася до нуля. До 2019 року та з 2023 року певне, хоча й невелике, значення мали облігації українських юридичних осіб. З 2023 року стала доволі помітною частка облігацій інших держав, але причиною цього називають намагання окремих економічних агентів обійти валютні обмеження НБУ через купівлю таких облігацій за гривню перед їх погашенням, та отримання виплат в іноземних валютах після такого погашення [130]. Подібні схеми, хоча і у меншому масштабі, намагаються реалізовувати також і з допомогою валютних ОВДП [149].

Отже, на українському фондовому ринку найпопулярнішим фінансовим інструментом, з великим відривом від інших, є ОВДП. Розглянемо об'єми випуску та структуру власників цих активів в динаміці (рис. 2.13). Як вже зазначалося вище, загальний об'єм випуску ОВДП протягом попередніх років стабільно збільшувався, що є характерним для багатьох країн світу. В структурі власників найбільшу частку утримували НБУ та комерційні банки. Об'єм ОВДП у власності НБУ планомірно знижувався у 2015-2021 роках, та різко зріс у 2022 році через необхідність забезпечення емісійного фінансування дефіциту державного бюджету в умовах початку повномасштабного вторгнення РФ та недостатнього об'єму іноземної фінансової допомоги. У 2023-2025 роках НБУ дуже невеликими темпами, але почав знижувати об'єми ОВДП у власності.

Об'єми ОВДП, які перебували у власності комерційних банків, протягом 2015-2025 років планомірно зростали, за виключенням 2019 та 2022 років, коли спостерігався невеликий спад, який у наступному ж році перекривався зростанням із надлишком.

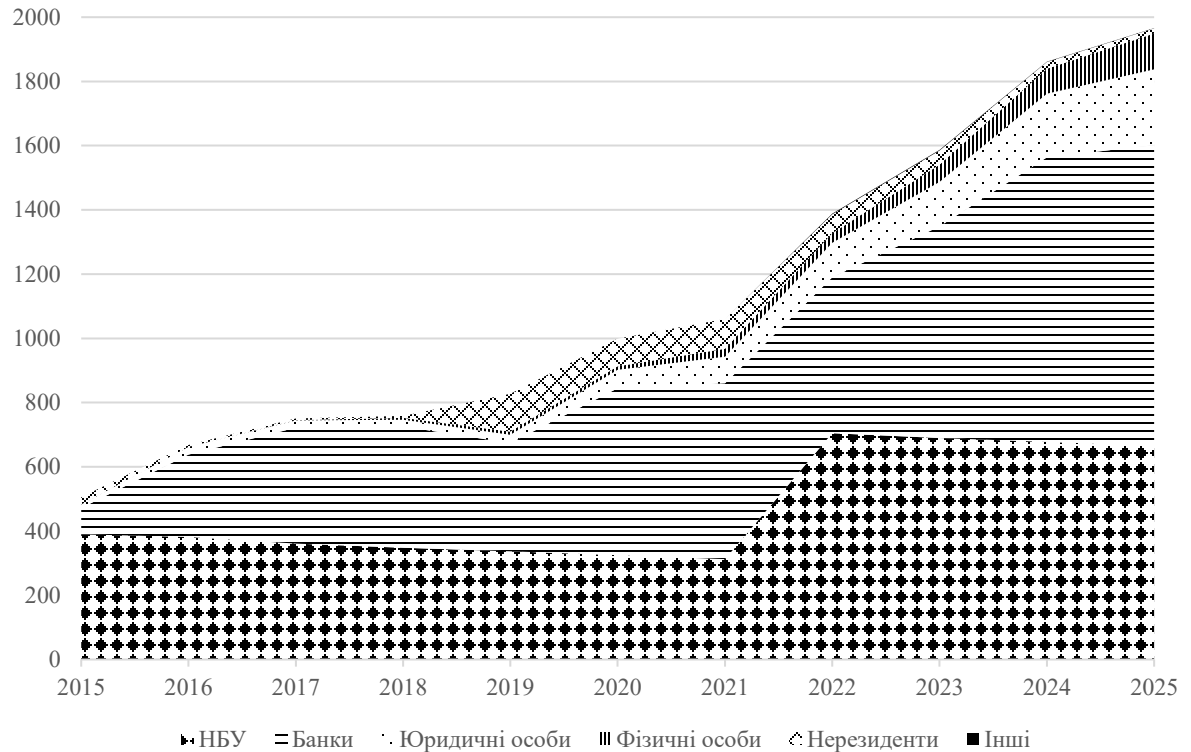


Рис. 2.13. Об'єм випуску та структура власності ОВДП у 2015-2025 рр., млрд. грн.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [72]

Протягом попереднього десятиліття також зростав інтерес до ОВДП з боку решти інвесторів. У 2019 році вкладення нерезидентів стали відігравати доволі помітну роль, яка, втім, згодом почала знижуватися, особливо з 2022 року. Протягом всього десятиліття поступово зростав об'єм ОВДП, що утримувався юридичними особами та фізичними особами, зокрема на кінець 2025 року у порівнянні кінцем 2015 року ці об'єми зросли приблизно у 21 раз для юридичних осіб та у 2671 рази - для фізичних. Така динаміка пояснюється надійністю державних цінних паперів, доволі високою ліквідністю та дохідністю у порівнянні із банківськими депозитами, фактичною відсутністю інвестиційних альтернатив, суттєвим спрощенням механізмів інвестування в ОВДП, та (тільки для фізичних осіб) відсутністю оподаткування доходів від таких інвестицій.

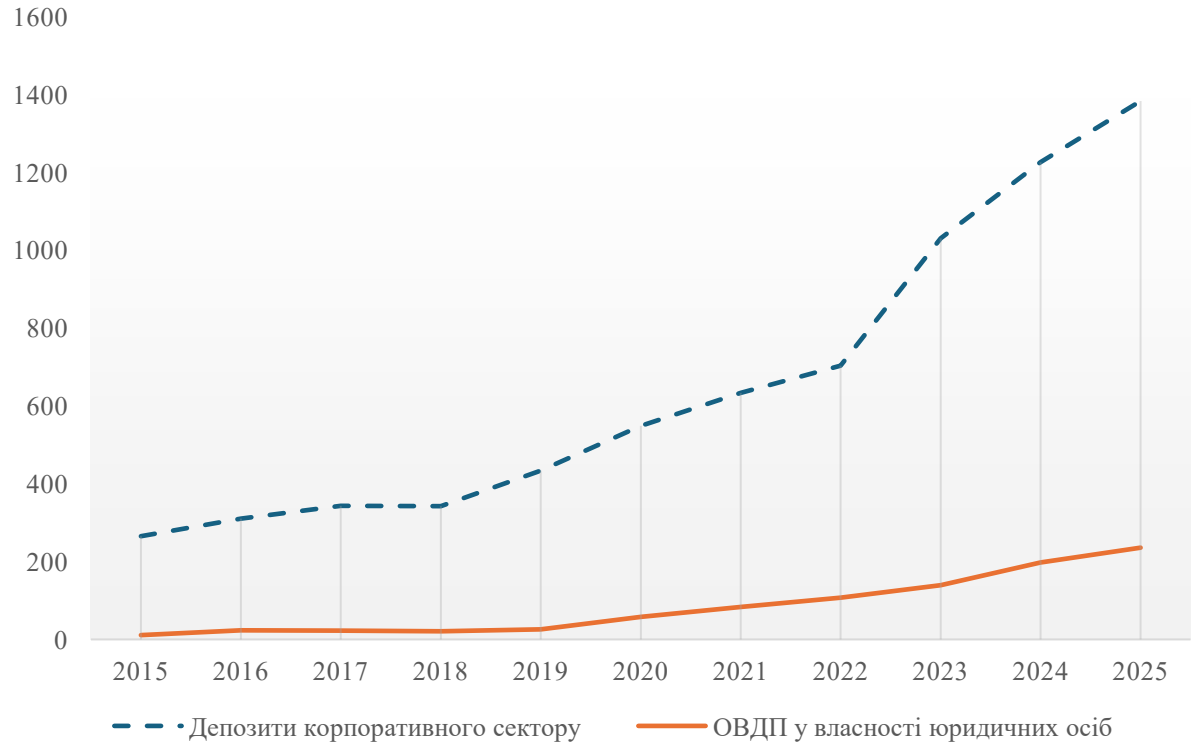


Рис. 2.14. Депозити корпоративного сектору та ОВДП у власності юридичних осіб у 2015-2025 рр., млрд. грн.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [72]

Збільшення інтересу бізнес-структур до інвестицій в ОВДП також помітно у порівнянні із більш традиційним способом зберігання вільних коштів - банківськими депозитами (рис. 2.14). Хоча за абсолютними показниками обидві величини, вартість ОВДП у власності юридичних осіб та об'єм депозитів корпоративного сектору, демонстрували висхідну динаміку, але очевидно, що темпи зростання інвестицій в ОВДП були значно вищими у відносному вираженні (рис. 2.15), особливо з 2020 року. Тим не менш, до паритету ще дуже далеко, і для бізнес-структур об'єм депозитів все ще багатократно перевищує обсяг інвестицій в ОВДП.

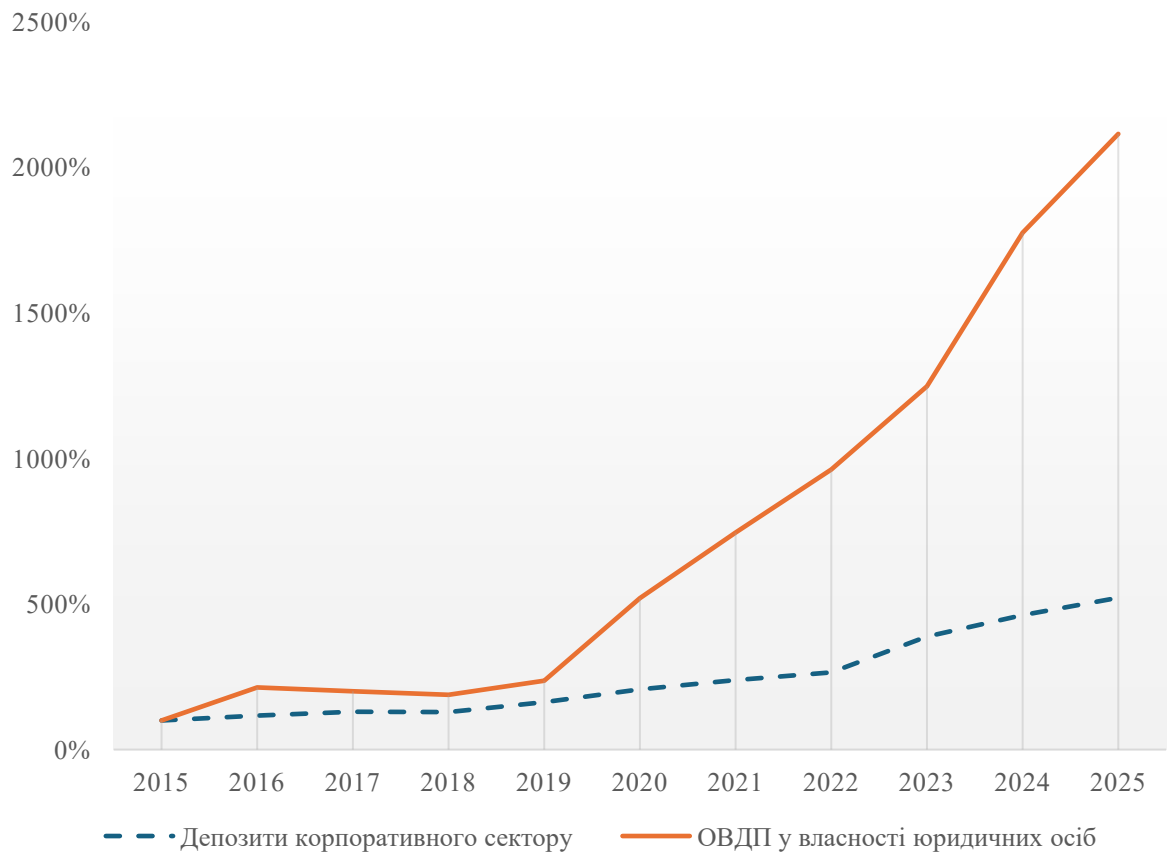


Рис. 2.15. Динаміка депозитів корпоративного сектору та ОВДП у власності юридичних осіб у 2015-2025 рр. відносно рівня 2015 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [72]

Підсумовуючи аналіз актуального стану фондового ринку України, зазначимо, що головним типом активів, що обертаються на ньому, мають широкий попит, добру ліквідність та прозоре ціноутворення, є державні облігації України. Тенденції попередніх років призвели до вихолощення українського фондового ринку загалом, деградації ринку акцій, провалу спроб створити ринок дериватів та запровадити обіг цінних паперів іноземних емітентів, не мали суттєвого ринкового успіху й інструменти інститутів спільного інвестування.

Тому ми вважаємо, що основним, і чи не єдиним інструментом, який варто розглядати для інвестування на українському фондовому ринку українським бізнес-структурам, у даний час є ОВДП. Перспективи розвитку та поширення інших інвестиційних активів, на нашу думку, будуть залежати, перш за все, від створення пропозиції інвестиційно привабливих інструментів, і, меншою мірою, - від зростання попиту, який, як ми розглядали вище, щодо інвестицій в ОВДП вже декілька років має стійку висхідну динаміку і забезпечений інтересом з боку різних категорій інвесторів.

Закордонні ринки капіталу можуть запропонувати набагато ширший асортимент інвестиційних можливостей та практично необмежену ліквідність.

Сумарна вартість фінансових інструментів, що доступні на організованих ринках капіталу, на кінець 2024 року складала понад 360 трлн. дол. США (рис. 2.16). Найбільшу частку (40,3%) складала облігації, дещо меншу (35,2%) - акції, а найменшу - біржові деривативи (24,5%). При цьому, за попереднє десятиліття вартість публічних компаній зросла на 84,8%, вартість випущених облігацій - на 71,5%, а біржових деривативів - на 39,2% [150]. Отже, організовані ринки акцій та облігацій мають більшу частку і кращу динаміку розвитку, ніж ринки біржових деривативів.

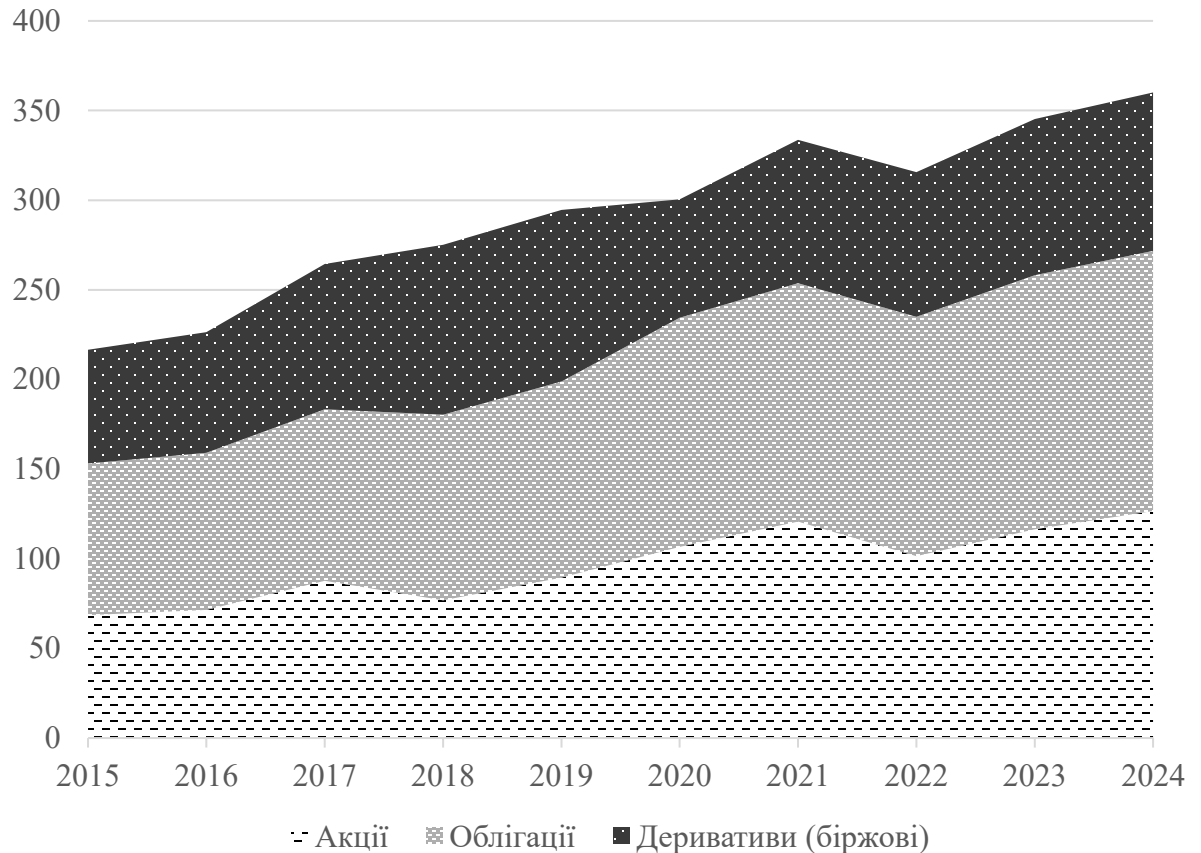


Рис. 2.16. Глобальні організовані ринку капіталу за категоріями фінансових інструментів та їх динаміка у 2015-2024 рр.: сумарна капіталізація публічних компаній, обсяг випущених облігацій та обсяг випущених біржових деривативів, трлн. дол. США*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [150]

На ринку облігацій найбільші частки займають США (40,1%), країни ЄС (18,1%), Китай (17,3%), а також Японія (7,3%) та Велика Британія (4,2%) (рис. 2.17). На всі інші розвинені країни припадає 8,3%, а на країни, що розвиваються – 4,8% вартості випущених облігацій. За період до 2024 р. в порівнянні з 2015 р. найбільший приріст показали Китай та інші країни, що розвиваються (+223,1% та +392,4% відповідно); динаміка більшості розвинених країн була більш помірною: +66,9% у США, +45,5% у країнах ЄС, та +89,8% у інших розвинених

країнах; показники Японії та Великої Британії залишилися майже незмінними: -0,3% та +8,8% відповідно.

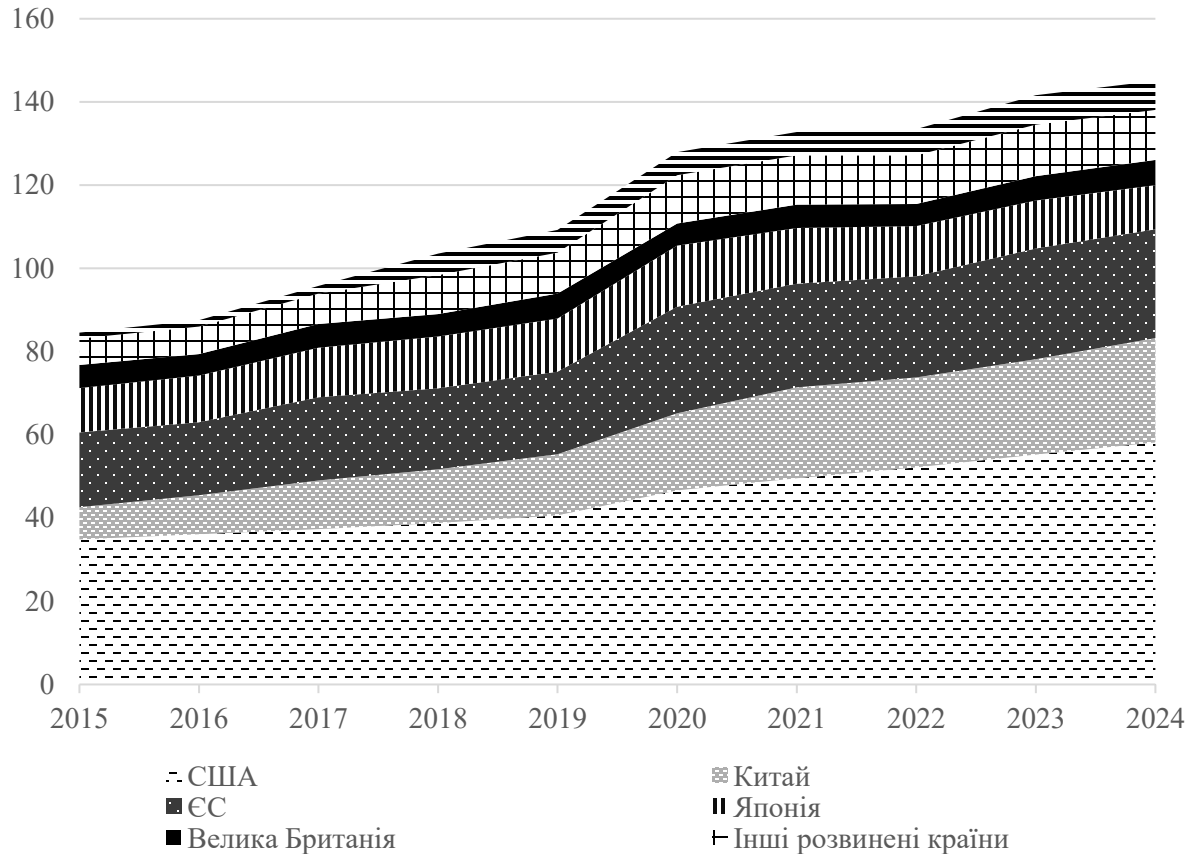


Рис. 2.17. Глобальний ринок облігацій за країнами та категоріями країн, та його динаміка у 2015-2024 рр., трлн. дол. США*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [150]

На ринку акцій роль США ще більш важлива (рис. 2.18): у 2024 році сумарна капіталізація американських компаній досягла майже половини глобального показника (49,1%). Також значними є частки Китаю (9,3%), країн ЄС (8,7%), Японії (5,0%), Індії (4,1%) та Великобританії (3,5%); частка інших розвинених країн складала 16,7%, а інших країн, що розвиваються - 3,7%. За період 2025-2024 рр. капіталізація компаній США зростає на 148,1%, що значно

більше, ніж у інших країнах (від +11,6% у середньому в інших країнах, що розвиваються, до +71,0% в Індії).

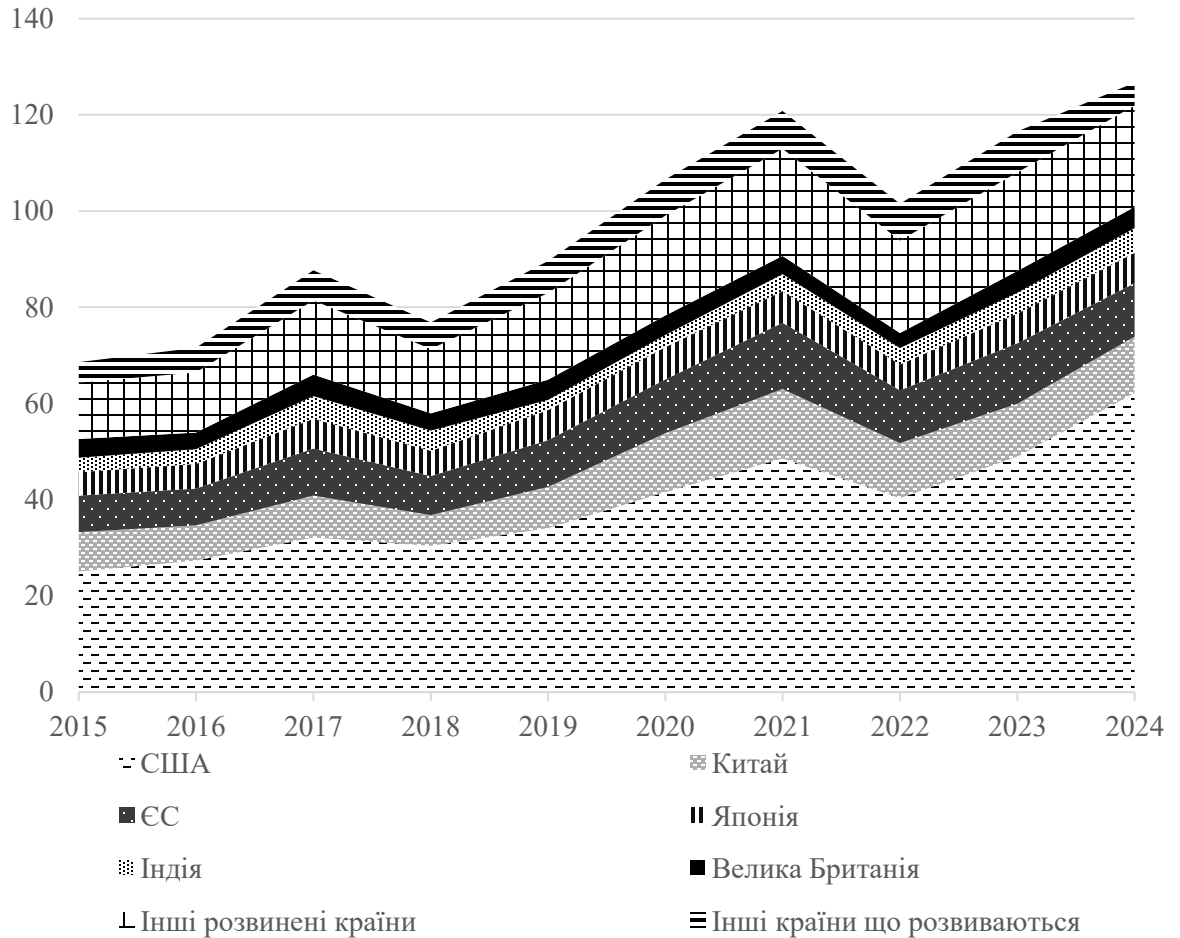


Рис. 2.18. Сумарна капіталізація публічних компаній за країнами та категоріями країн, та її динаміка у 2015-2024 рр., трлн. дол. США*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [150]

Динаміка провідних фондових індексів (рис. 2.19) також свідчить про випереджаюче зростання вартості американських компаній на фоні інших ринків у 2015-2024 рр. Також відмітимо значну позитивну динаміку японського ринку акцій після тривалого періоду стагнації, а також негативні тенденції на гонконгському ринку акцій, що переважали з 2019 року.

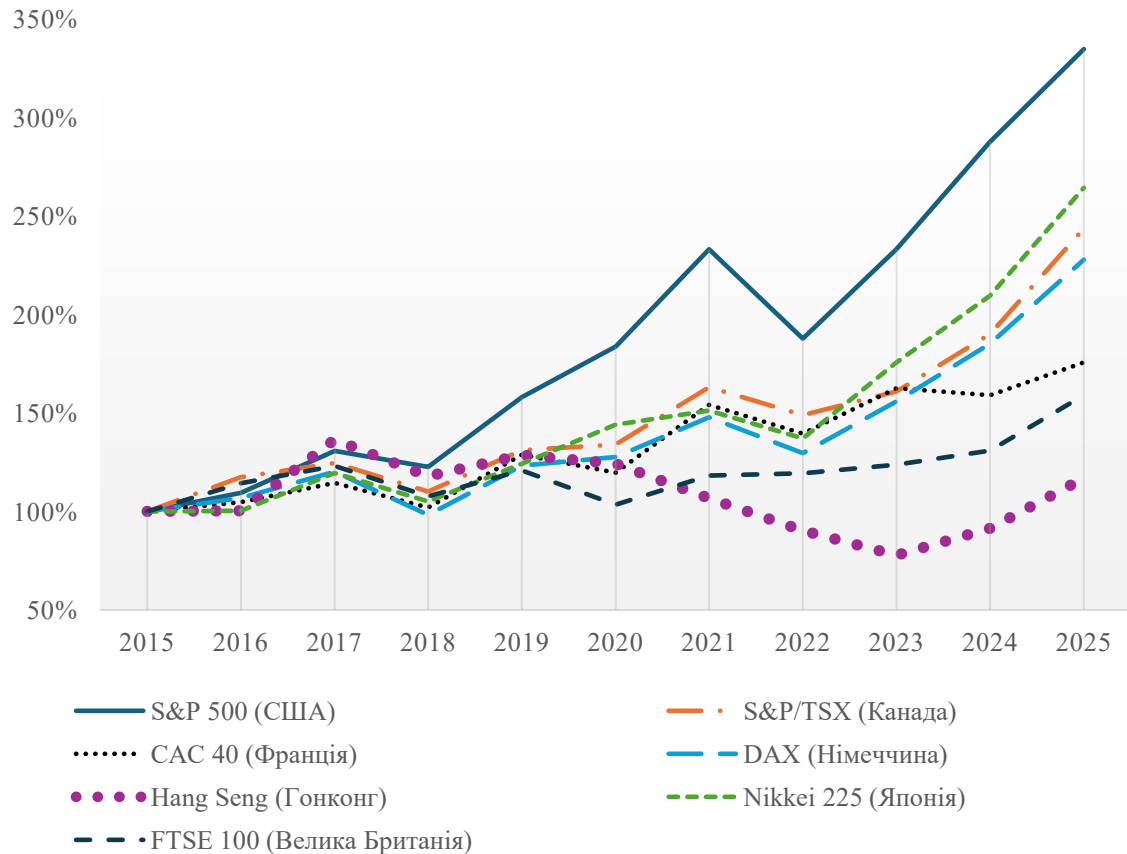


Рис. 2.19. Динаміка провідних фондових індексів у 2015-2025 рр. відносно рівня 2015 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних [234, 187, 168, 184]

Важливою характеристикою іноземних ринків капіталу є їх доступність для зовнішніх інвесторів. У сучасній літературі та у практиці інвестування доступність ринку описують як сукупність регуляторних та інфраструктурних бар'єрів, і трансакційних витрат, які визначають, як іноземний інвестор може набувати та утримувати активи, заводити та виводити капітал, конвертувати валюту, здійснювати інші пов'язані з інвестиціями операції, та покладатися на стабільність інституційних правил.

MSCI у щорічному Global Market Accessibility Review оцінює ринки за п'ятьма критеріями:

- відкритість до іноземного володіння;
- легкість руху капіталу (притоку та відтоку);
- ефективність операційної інфраструктури;
- доступність інвестиційних інструментів;
- стабільність інституційного середовища [207].

Відкритість до іноземного володіння показує наскільки ринок є відкритим для іноземних інвесторів за наступними напрямками: кваліфікаційні вимоги до іноземних інвесторів; обмеження щодо власності для іноземних інвесторів у певних компаніях та секторах економіки; обмеження рівня володіння (частки) для іноземних інвесторів у всіх чи окремих компаніях; рівність прав іноземних та місцевих інвесторів.

Легкість руху капіталу визначає наскільки безперешкодно та дешево капітал може бути заведеними та виведеним з даного ринку, оцінка здійснюється за наступними напрямками: обмеження для вхідних та вихідних потоків капіталу; рівень лібералізації валютного ринку.

Ефективність операційної інфраструктури визначає наскільки права власності іноземних інвесторів є коректно ідентифікованими та захищеними, наскільки операційні ризики та витрати є мінімізованими. Оцінка здійснюється за наступними напрямками: складність, тривалість та вартість організації доступу до ринку; організація ринку (включно із нормами та регуляціями, та доступністю інформаційних потоків); ринкова інфраструктура (включно із клірингом та розрахунками, зберіганням цінних паперів, реєстраційно-депозитарною системою, торгівельною інфраструктурою, можливостями переказів цінних паперів поза біржами, наявністю механізмів позичання цінних паперів та здійснення коротких продажів).

Доступність інвестиційних інструментів характеризується наявністю не тільки базових фінансових інструментів, таких як акції та облігації, але і біржових інвестиційних фондів, деривативів та структурованих продуктів, як зовнішніх, так і внутрішніх. Наявність таких інструментів може бути критично важливою для здійснення деяких інвестиційних операцій, таких як хеджування та ін.

Стабільність інституційного середовища характеризується поточним рівнем обмежень для іноземних інвесторів та історією державних втручань. Ця оцінка є не прогновною, а ретроспективною, і вона враховує історичний досвід країни як показник потенційного ризику того, що іноземні інвестори можуть зазнати впливу дискримінаційних заходів у кризові періоди.

Згідно із даними звіту MSCI (табл. 2.1), у 2025 році найвищі оцінки доступності отримали фондові ринки розвинених країн Європи, Північної Америки, Азії, Австралії та Океанії. Доступ іноземних інвесторів до фондових ринків більшості латиноамериканських, азійських та африканських країн, як правило, був ускладнений з тих чи інших причин. У Європі найвищі оцінки отримали ринки найбільш розвинених країн ЄС, а доступність ринків країн східної частини ЄС була певною мірою обмежена за різними критеріями.

Привабливість іноземного фондового ринку для інвесторів може визначатися широким набором критеріїв об'єктивного та суб'єктивного характеру. Загалом, привабливість ринку визначається його здатністю задовольнити потрібні інвестору властивості портфеля, та забезпечити справедливую винагороду за ризик. Отже, виділимо основні фактори привабливості фондового ринку для іноземних інвесторів:

- очікувана дохідність;
- ризики країни та ринку;
- наявність необхідних інвестиційних інструментів;
- трансакційні витрати.

Таблиця 2.1

Доступність для іноземних інвесторів фондових ринків окремих країн світу*

Регіон	Країна	Оцінка доступності (максимум - 36)
Австралія та Океанія	Австралія	36
	Нова Зеландія	36
	<i>середнє за обраними країнами регіону</i>	<i>36,0</i>
Азія	Гонконг	36
	Ізраїль	34
	Індія	17
	Індонезія	27
	Китай	31
	ОАЕ	23
	Пакистан	24
	Республіка Корея	19
	Саудівська Аравія	20
	Туреччина	23
	Японія	34
	<i>середнє за обраними країнами регіону</i>	<i>26,2</i>
Африка	Єгипет	19
	Нігерія	17
	ПАР	33
	<i>середнє за обраними країнами регіону</i>	<i>23,0</i>
Європа	Велика Британія	36
	Іспанія	33
	Італія	36
	Нідерланди	36
	Німеччина	36
	Польща	29
	Румунія	29
	Франція	36
	Швейцарія	36
	<i>середнє за обраними країнами регіону</i>	<i>34,1</i>
Латинська Америка	Аргентина	16
	Бразилія	21
	Мексика	28
	Чилі	23
	<i>середнє за обраними країнами регіону</i>	<i>22,0</i>
Північна Америка	Канада	34
	США	36
	<i>середнє за обраними країнами регіону</i>	<i>35,0</i>

*сформовано автором на основі [207]

Очікувана дохідність визначається багатьма факторами, від відсоткових ставок та макроекономічних прогнозів, до прогнозів дохідності окремих випусків цінних паперів, і носить переважно суб'єктивний характер.

Ризики країни та ринку мають як об'єктивний вимір (рейтинги кредитних агентств, відсоткові ставки), так і суб'єктивний характер (очікування та розрахунки конкретного інвестора).

Наявність необхідних інвестиційних інструментів визначається як асортиментом доступних фінансових інструментів, так і інвестиційними стратегіями конкретного інвестора.

Трансакційні витрати пов'язані із багатьма чинниками, найбільш загальними з яких є ліквідність ринку та ліквідність валюти інвестування.

Інвестори можуть самостійно оцінювати привабливість іноземних фондових ринків, виходячи як з об'єктивних факторів, так і з особливостей своєї інвестиційної стратегії.

Оцінимо привабливість фондових ринків різних країн для іноземних інвесторів за наступними об'єктивними критеріями: кількість емітентів на відкритому ринку, загальна капіталізація ринку, наявність фінансових інструментів, конвертованість валюти інвестування (додаток Б). Порівняємо отримані оцінки привабливості із оцінками доступності для іноземних інвесторів різних фондових ринків світу.

Як бачимо на рис. 2.20, привабливість та доступність фондових ринків мають певний позитивний зв'язок. Найбільш доступні для іноземних інвесторів ринки також є і значною мірою привабливими за об'єктивними показниками. Так само справедливе і зворотнє твердження: низька доступність асоціюється з низькою привабливістю. Найкращі показники привабливості та доступності мають США, що мають фондовий ринок із найбільшою капіталізацією, ліквідністю, набором фінансових інструментів. Країни ЄС, Велика Британія,

Японія, Австралія та Канада пропонують трохи більш обмежені можливості для інвестування за високого рівня доступності. Китай має великий вибір емітентів та фінансових інструментів, та помітні бар'єри для іноземних інвесторів.

Звичайно, у деяких випадках, суб'єктивні чинники оцінки привабливості, такі як очікувана дохідність, можуть кардинально змінити оцінку інвестором привабливості того чи іншого ринку у порівнянні з іншими. І, навіть, обмеження низької доступності можуть виявитися прийнятними, у порівнянні з перевагами інвестування у певні ринки за певних умов.

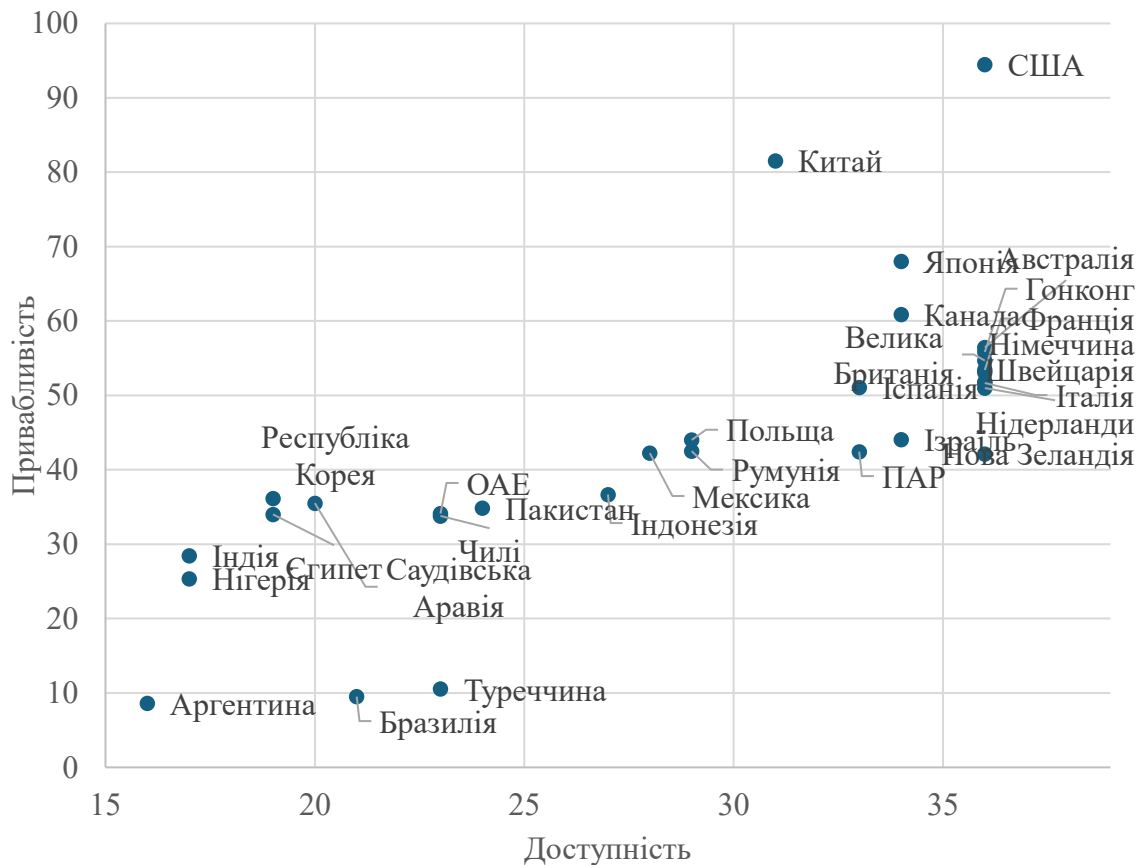


Рис. 2.20. Співвідношення привабливості та доступності фондових ринків*

*запропоновано автором на основі даних [207, 164, 72]

Тому, при порівнянні іноземних фондових ринків між собою, важливо враховувати інвестиційну стратегію конкретного інвестора, його очікування щодо дохідності, ризиків, горизонту та цілей інвестування, тощо.

Отже, організовані ринки капіталу надають бізнес-структурам різноманітні можливості для інвестування. Внутрішній ринок поки є доволі обмеженим, а зовнішні – не такі доступні, але з широким вибором за регіонами, інструментами та емітентами. Проаналізуємо фактичний стан використання можливостей організованих ринків на прикладі окремих бізнес-структур.

2.2 Аналіз фінансово-інвестиційної діяльності бізнес-структур агропромислового комплексу

Агропромисловий комплекс відіграє одну з провідних ролей в економіці України. Незважаючи на великі втрати внаслідок збройної агресії російської федерації, агропромисловий комплекс продемонстрував високу адаптивність [69]. Повномасштабна війна істотно позначається на виробничому, ресурсному та інвестиційному потенціалі аграрної галузі. Виробники сільськогосподарської продукції змушені продовжувати діяльність в умовах підвищених ризиків, логістичних обмежень, втрат активів і загального ускладнення господарського середовища. Відновлення повноцінного функціонування агропромислового сектору, який зазнав значних втрат, потребуватиме тривалого часу та системної підтримки. Водночас, попри складні обставини, підприємства аграрної сфери забезпечують стійкість цього стратегічно важливого сектору національної економіки, підтримують продовольчу безпеку держави та продовжують регулярне постачання української аграрної продукції на зовнішні ринки [110]. В таких умовах роль оптимального використання наявних ресурсів, у тому числі -

фінансових, стає ще більш важливою. Раціональне використання фінансових ресурсів у формі здійснення реальних та фінансових інвестицій має сприяти досягненню стратегічних цілей, збільшенню прибутковості та фінансової стійкості підприємства.

Фінансово-інвестиційна діяльність бізнес-структур агропромислового комплексу охоплює формування, розподіл і використання фінансових ресурсів, забезпечення операційного та інвестиційного циклів, підтримання ліквідності, управління борговим навантаженням, реалізацію інвестиційних програм, а також контроль ризиків, пов'язаних із сезонністю виробництва, волатильністю цін на аграрну продукцію, валютними коливаннями, логістичними обмеженнями, регуляторними змінами та воєнними факторами. На відміну від багатьох інших секторів економіки, агропромисловий комплекс функціонує в умовах природно-біологічної циклічності, високої залежності від земельних, кліматичних і логістичних ресурсів, значної потреби в оборотному капіталі та одночасної необхідності довгострокових капіталовкладень у земельні ділянки, техніку, елеваторні потужності, переробку, енергетичну автономність, зрошення, цифровізацію та експортну інфраструктуру.

У науковому сенсі фінансово-інвестиційну діяльність бізнес-структур АПК доцільно розглядати не лише як сукупність фінансових операцій або окремих інвестиційних проєктів, а як інтегрований механізм відтворення економічного потенціалу аграрного бізнесу. На нашу думку, його зміст включає:

- оцінювання фінансової спроможності підприємства;
- формулювання та пріоритезацію інвестиційних цілей;
- формування джерел фінансування;
- визначення напрямів інвестування;
- управління ризиком, ліквідністю та платоспроможністю;

– забезпечення відповідності інвестиційних рішень стратегічним цілям бізнес-структури.

Особливість бізнес-структур агропромислового комплексу полягає в тому, що їхня фінансова діяльність безпосередньо пов'язана з виробничим циклом. Для рослинництва характерна концентрація витрат на початку виробничого періоду - закупівля насіння, добрив, засобів захисту рослин, пального, оплата оренди землі, технічне обслуговування машинно-тракторного парку. Грошові надходження, навпаки, формуються переважно після збору врожаю та його реалізації. Це створює структурний часовий розрив між витратами та доходами, що підвищує значення оборотного капіталу, кредитних ліній, форвардних контрактів, товарного фінансування та страхування. У тваринництві фінансовий цикл є більш рівномірним, але потребує постійного фінансування кормової бази, ветеринарного супроводу, енергоресурсів, персоналу та біологічних активів. У переробці головними фінансовими детермінантами стають завантаження виробничих потужностей, маржа переробки, стабільність постачання сировини, енергетичні витрати та доступ до ринків збуту.

Методично аналіз фінансово-інвестиційної діяльності бізнес-структур АПК повинен поєднувати п'ять взаємопов'язаних блоків:

- аналіз фінансових результатів;
- аналіз ліквідності та оборотного капіталу;
- аналіз структури капіталу;
- аналіз інвестиційної активності;
- аналіз ризиків.

Такий підхід дозволяє не обмежуватися оцінкою прибутковості, а виявити реальну здатність підприємства фінансувати виробничий цикл, обслуговувати борг, підтримувати капітальні інвестиції та забезпечувати стратегічну стійкість.

Для детального аналізу актуального стану інвестиційної діяльності українських бізнес-структур на організованих ринках капіталу та дослідження додаткових можливостей такої діяльності розглянемо провідні компанії агропромислового сектору Кернел, МХП, Астарта та ІМК. Спільними характеристиками цих компаній є наступні:

- всі вони входять до числа найбільших аграрних компаній України за земельним банком [152];
- всі вони мають тривалу історію лістингу на зарубіжних фондових біржах, а, отже, впроваджені високі стандарти корпоративного управління та доступ до широкого асортименту інструментів фінансування та інвестування.

Проаналізуємо основні аспекти фінансової діяльності визначених компаній, спираючись на дані їх фінансової звітності за 2015-2015 роки. Через лістинг на іноземних біржах, компанії звітують у іноземних валютах: МХП, Кернел, та ІМК - у доларах США, а Астарта - у євро. Тому переведемо фінансові показники останньої до доларів США згідно із сереньорічними курсами валют згідно даних ЄЦБ [169].

Протягом 2015-2025 рр. за абсолютною величиною валового доходу лідирували є Кернел та МХП, показники Астарты та ІМК були значно скромнішими (рис. 2.21).

Відносна динаміка всіх компаній протягом 2015-2025 років була висхідною, але тренд цей був нестабільним: економічні кризи 2020 та 2022 років значно скорочували валовий дохід компаній (рис. 2.22).

Серед усіх компаній вирізнялася динаміка валового доходу МХП, який у 2022 та 2023 роках продовжував зростання. Такі розбіжності частково пояснюються різною структурою доходу компаній (таблиця 2.2).

Таблиця 2.2

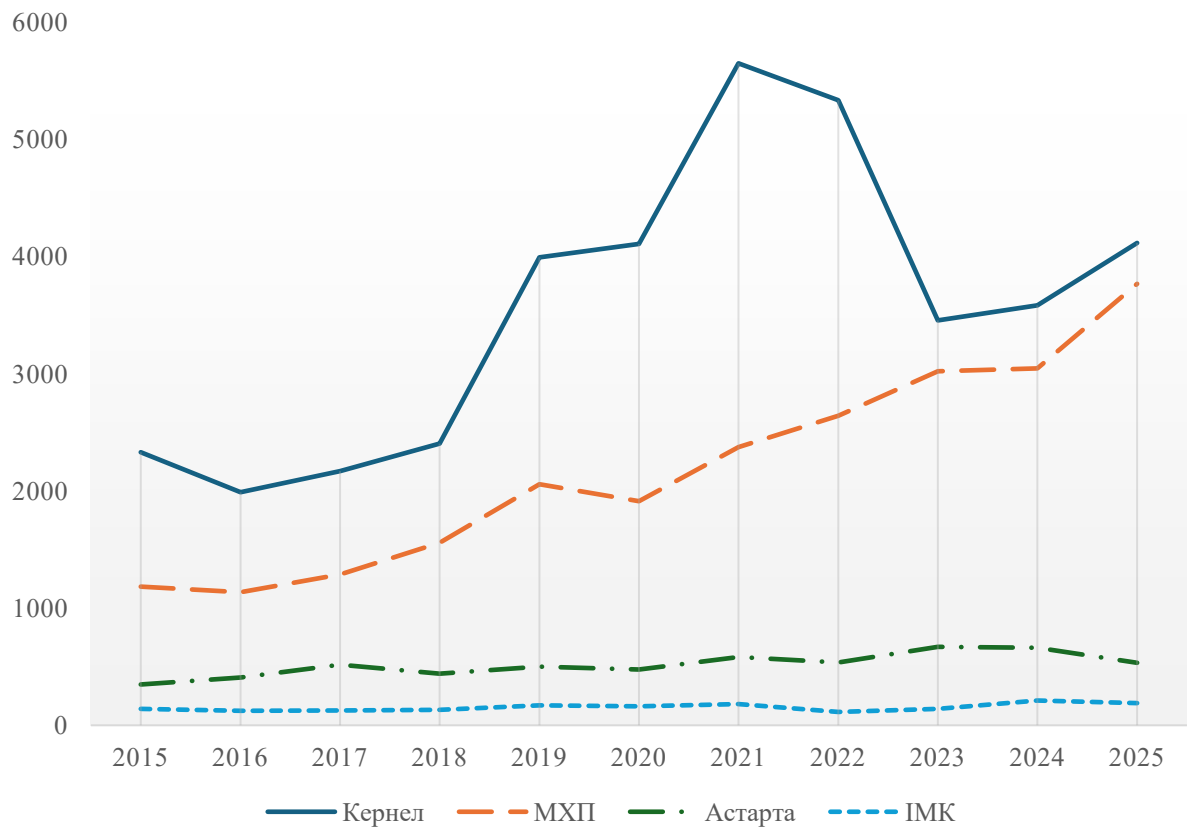


Рис. 2.21. Валовий дохід аграрних компаній у 2015-2025 рр., млн. дол. США*

*розраховано та побудовано автором на основі даних компаній [176, 177, 178, 179]

Структура доходів аграрних компаній у 2025 р.*

Компанія	Продукти рослинництва	Продукти переробки рослинництва	Продукти тваринництва	Інше
Кернел	31,7%	54,9%	12,0%	1,5%
МХП	11,6%	10,5%	51,1%	26,8%
Астарта	32,0%	55,0%	12,0%	1,0%
ІМК	99,6%	0,0%	0,0%	0,4%

*розраховано автором на основі даних компаній [176, 177, 178, 179]

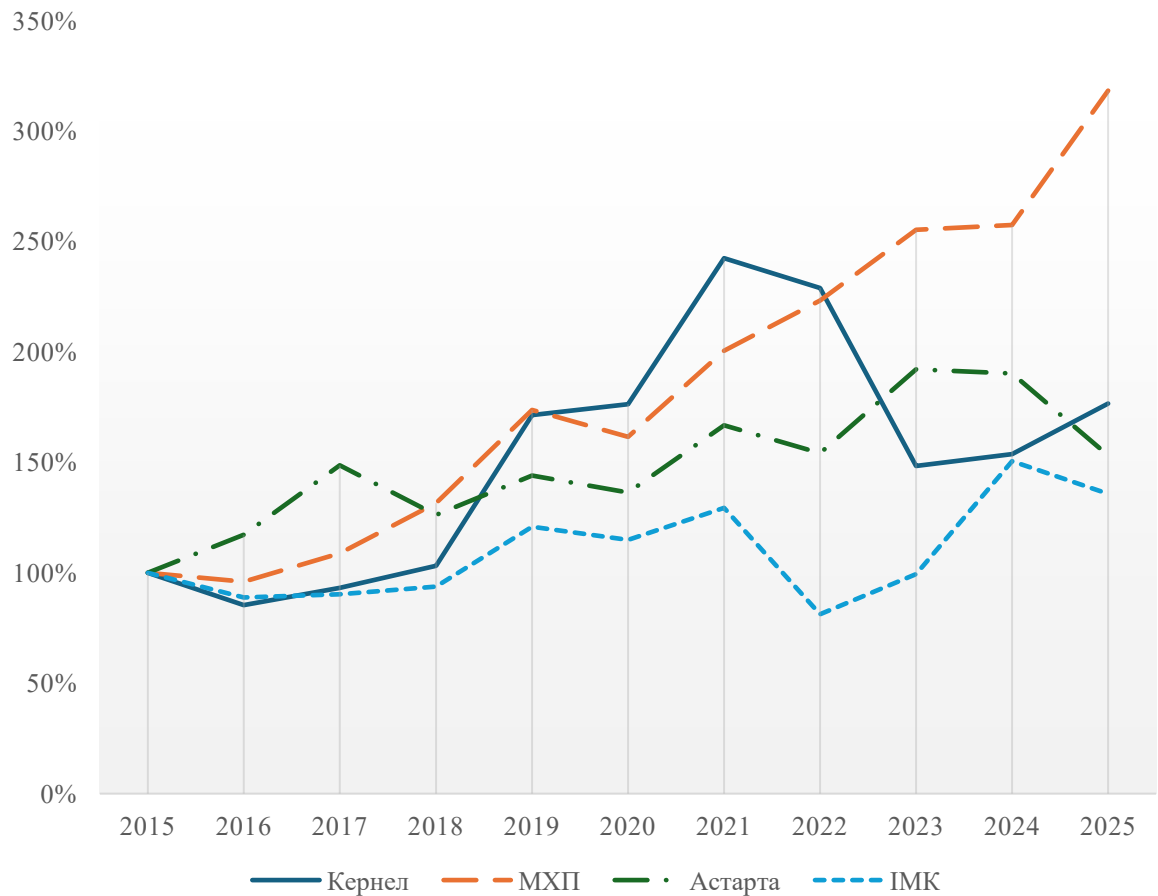


Рис. 2.22. Динаміка валового доходу аграрних компаній у 2015-2025 рр. відносно рівня 2015 р.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних компаній [176, 177, 178, 179]

Зокрема, ІМК фокусується практично виключно на вирощуванні агрокультур. Кернел та Астарта значну частину врожаю переробляють у такі товари, як цукор, рослинну олію, продукти з сої. МХП понад половину доходу отримує від тваринництва та продуктів його переробки, а також від ведення бізнесу в інших країнах. Таким чином, структура доходів зазначених компаній значно відрізняється, що є відображенням різниці у бізнес-стратегіях.

Хоча всі компанії були переважно прибутковими, чистий фінансовий результат у 2015-2025 рр. у всіх них зазнавав значних коливань, із чітко вираженими негативними значеннями у найбільш складні для АПК роки - 2022-2023 (рис. 2.23).

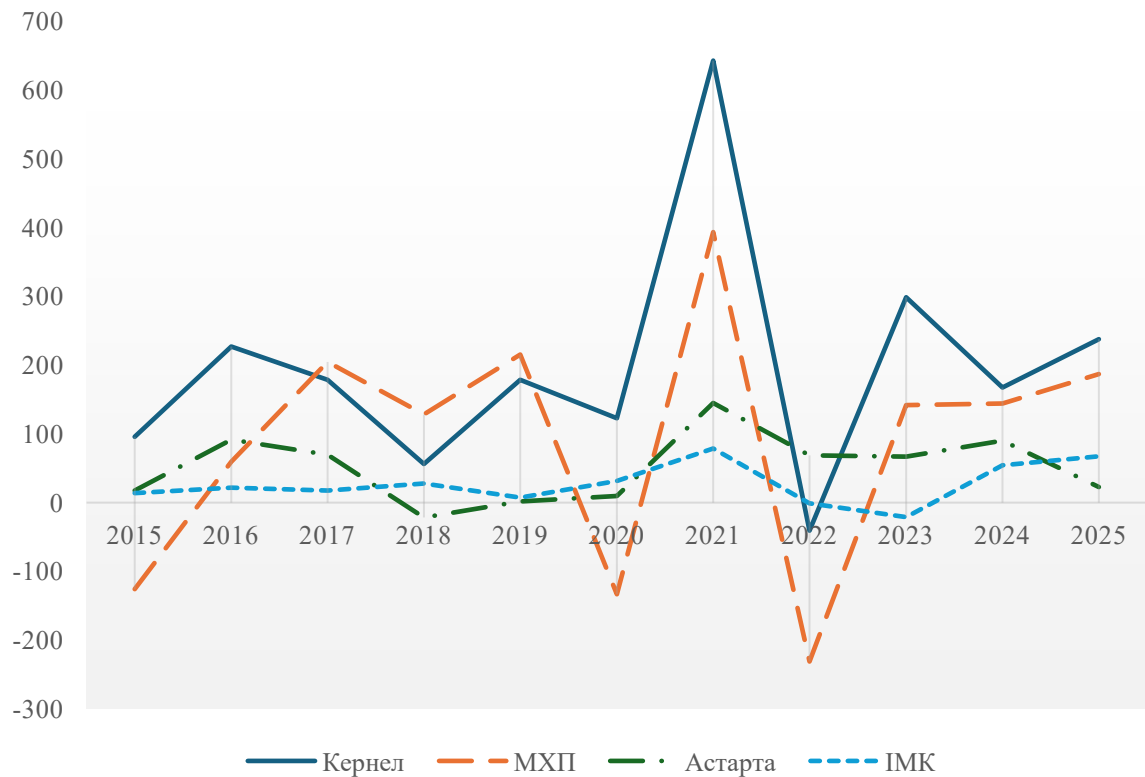


Рис. 2.23. Чистий прибуток аграрних компаній у 2015-2025 рр.*

*розраховано та побудовано автором на основі даних компаній [176, 177, 178, 179]

Проаналізуємо детально показники фінансово-економічної діяльності компаній [176, 177, 178, 179].

Компанія Кернел у 2015-2025 рр. еволюціонувала як вертикально інтегрована аграрно-логістична група з трьома ключовими джерелами фінансового результату: експорт зерна, переробка олійних культур та власне землеробство. У довоєнний період компанія мала перевагу завдяки масштабу

елеваторної, портової та торгівельної інфраструктури. Після 2022 р. фінансові результати стали значно більше залежати від доступу до портів, вартості логістики, пропозиції сировини всередині України та можливості реалізувати товарні запаси. Кернел можна охарактеризувати як компанію з високою циклічністю фінансових результатів, але з відносно високою здатністю до відновлення. Найбільшу роль у цій циклічності відіграють не лише ціни на зерно та рослинну олію, а й географічна різниця в цінах на продукцію, доступ до портів, ринкова поведінка фермерів та конкуренція за сировину. У 2025 році менеджмент прямо вказував на тиск через обмежену пропозицію зерна і олійних культур, а також через зміну поведінки фермерів щодо продажу продукції.

На кінець 2025 року компанія Кернел мала на балансі грошових коштів та їх еквівалентів на суму 618 млн. дол. США, загальна вартість поточних активів становила 2004 млн. дол. США, а поточних зобов'язань - 667 млн. дол. США. Формально це дає великий запас ліквідності: коефіцієнт поточної ліквідності становить близько 3,0. Проте значна частина оборотного капіталу пов'язана з товарними запасами, біологічними активами, дебіторською заборгованістю. У 2025 році зміни у робочому капіталі мали від'ємне значення (103 млн. дол. США), тоді як у 2024 - невелике позитивне (21 млн. дол. США), це пояснює падіння операційного грошового потоку, попри зростання EBITDA. Отже, Кернел має високий рівень ліквідності, але її якість залежить від швидкості обороту запасів, доступу до експортної інфраструктури та можливості конвертувати товарні позиції у гроші.

Кернел є найсильнішою з усіх компаній за борговим профілем. Обсяг боргових зобов'язань у 2025 році знизився до 761 млн, чистий борг - до 143 млн, а співвідношення чистого боргу до EBITDA - до 0,3. Співвідношення чистого боргу до власного капіталу становило лише 7%. Компанія також погасила значні боргові зобов'язання і зберегла великий запас грошових активів. Це означає, що

Кернел перейшла у режим фінансової оборони: пріоритетом стали зниження боргового навантаження, ліквідність і збереження фінансової стійкості, а не агресивне розширення.

Порівняно з 2015-2021 рр., коли Кернел активніше інвестувала у масштабування потужностей і вертикальну інтеграцію, у 2022-2025 рр. структура капіталу стала більш консервативною. Це раціональна реакція на воєнний ризик, втрату страхового покриття для окремих активів і нестабільність логістики. У 2025 році Кернел зменшив інвестиційну активність: на придбання нерухомості та обладнання було витрачено всього 73 млн. дол. США проти 143 млн. у 2024 році. Це відповідає стратегії воєнного періоду: компанія не припинила підтримувальні інвестиції, але пріоритетом стали скорочення боргових зобов'язань, підтримання ліквідності і контроль ризиків. Такий підхід знижує фінансовий ризик, але може обмежувати темпи майбутнього органічного зростання.

У 2025 компанія Кернел визначає головними для себе наступні ризики: ризики, пов'язані з війною, незастрахованими активами, залежністю від експортних шляхів через Чорне море, сировинною базою і кадровою ситуацією. Компанія є найсильнішою за борговою стійкістю, але її операційний ризик залишається високим через масштаб логістичної інфраструктури. Тобто фінансовий баланс сильний, а операційне середовище - одне з найризиковіших.

Компанія МХП має іншу бізнес-модель: це не лише землеробська компанія, а ще й вертикально інтегрований виробник м'ясної продукції із наявністю закордонних підрозділів. Це робить фінансовий результат МХП менш залежним від рослинництва, але більш залежним від енергетики, кормової бази, біобезпеки, експорту м'яса птиці, переоцінки біологічних активів, валютних курсів і боргового фінансування. У 2025 р. МХП збільшила дохід до 3766 млн. дол. США, тобто на 24% порівняно з 2024 р., проте маржинальність за ЕВІТДА знизилася, що вказує на воєнних витрат, зміни продуктового асортименту та ефект

масштабування міжнародного сегмента. Порівняно з Кернел, МХП має більш стабільну операційну базу через великі активи в птахівництві, але структура прибутку є складнішою: прибутковість формується не лише на рівні рослинництва, а й через переробку, експорт, брендovanі продукти, європейські активи. У 2025 р. аграрний сегмент забезпечив значну частину ЕВІТДА, тоді як європейський сегмент уже становив 27% виручки, але мав нижчу маржинальність порівняно з аграрним сегментом. За 2015-2025 рр. МХП загалом виглядає як компанія з найвищим рівнем корпоративної трансформації: від українського експортера продуктів птахівництва до міжнародної групи, що спеціалізується на виробництві продуктів харчування. Це зменшує залежність від українського аграрного циклу, але підвищує складність управління, боргове навантаження та інтеграційні ризики.

МХП має достатню, але помітно більш обмежену ліквідність. У 2025 р. грошові кошти та депозити становили 415 млн. дол. США, поточні активи - 2164 млн. дол. США, поточні зобов'язання - 1631 млн. дол. США, а коефіцієнт поточної ліквідності - 1,33. Компанія визначає цільовий коефіцієнт поточної ліквідності не нижче 1,2, тобто фактичне значення залишається вище мінімального орієнтира, але запас є невеликим.

Оборотний капітал МХП у 2025 р. був поглиначем грошових коштів: зміна робочого капіталу становила мінус 142 млн. дол. США. У звіті це пов'язано із сезонною закупівлею насіння соняшника для виробництва соняшникової олії та зростанням дебіторської заборгованості відповідно до зростання виручки. Отже, МХП має функціональну ліквідність, але і найменший запас поточної ліквідності серед чотирьох компаній. На відміну від інших компаній, МХП більше залежить від боргового ринку, строків погашення та доступу до рефінансування.

МХП має найбільше боргове навантаження серед чотирьох компаній в абсолютному вимірі. У 2025 р. загальна заборгованість становила 1947 млн. дол.

США, грошові кошти та депозити - 415 млн. дол. США, чистий борг - 1532 млн. дол. США, відношення чистого боргу до EBITDA - 2,49. Такий рівень залучення кредиту не є автоматично критичним для великої групи компаній, що спеціалізується на виробництві продуктів харчування, але він істотно зменшує фінансову гнучкість порівняно з Кернел або ІМК. МХП фінансує не лише оборотний капітал, а і міжнародну експансію, включно з придбанням UVESA. Це створює потенціал довгострокового зростання, але збільшує ризики рефінансування та чутливість до ставок.

Структура капіталу МХП за 2015-2025 рр. відображає стратегічний перехід: компанія стала більш міжнародною, але й більш фінансово навантаженою. МХП має найвищу інвестиційну активність серед групи. У 2025 р. чисті довгострокові капіталовкладення становили 541 млн. дол. США, включно з капітальними витратами 275 млн. дол. США та витратами на придбання 92% UVESA Group за 276 млн. дол. США. Це стратегічно змінює профіль МХП. Компанія збільшує географічну диверсифікацію, розширює європейську присутність і зменшує залежність від України. Проте такий курс потребує високої управлінської дисципліни.

Для МХП ключові ризики - війна, рефінансування боргу, інтеграційний ризик від міжнародних придбань, ветеринарні ризики, коливання цін на корми, валютні коливання та регуляторний доступ до експортних ринків. У 2025 р. компанія мала витрати, пов'язані з війною на рівні 69 млн. дол. США, а також істотне зростання боргу і витрати на придбання UVESA. Перевага МХП - найвища диверсифікація доходу. Недолік - складніша структура ризику: компанія вже є не просто українським агрохолдингом, а і міжнародною промисловою групою, із борговим, інтеграційним і регуляторним навантаженням.

Астарта має найбільш змішаний профіль серед чотирьох компаній: її операційна діяльність сфокусована на рослинництві, виробництві цукру,

переробці сої, молочному скотарстві, біоенергетиці. Через це її фінансові результати залежать одночасно від врожайності, цін на зернові, олійні та цукор, регуляторних умов на ринку харчових продуктів, маржинальності переробки сої та переоцінки біологічних активів. У 2025 р. Астарта отримала виручку 472 млн. євро проти 612 млн. у 2024 р.; EBITDA знизилася до 100 млн. євро, а чистий прибуток - до 20 млн. євро. Рентабельність за EBITDA скоротилася з 26% до 21%, рентабельність за чистим прибутком - з 14% до 4%. Дане суттєве погіршення прибутковості показує вразливість Астарта до аграрного циклу й цінового середовища. Офіційний звіт компанії зазначає, що у 2025 р. Астарта працювала в умовах війни, погодних коливань, волатильності сировинних ринків та логістичних обмежень. 62% доходу становив експорт, що підкреслює залежність компанії від зовнішніх ринків і логістики. За 2015-2025 рр. Астарта демонструє типову для аграрно-переробної групи комбінацію прибуткових піків і спадів. У сильні роки компанія отримує істотний ефект від високих цін і високих обсягів виробництва; у слабкі роки падіння врожайності або цін швидко транслюється у нижчу EBITDA і нижчий чистий прибуток. Додатковим джерелом волатильності фінансових результатів є переоцінка біологічних активів і сільськогосподарської продукції.

Астарта наприкінці 2025 р. мала грошових коштів 40 млн. євро проти 48 млн у 2024 р. Запаси зросли до 245 млн. євро, поточні зобов'язання - до 141 млн. євро. Операційний грошовий потік знизився з 167 млн. євро до 37 млн. євро, що прямо вказує на погіршення ситуації з реалізацією запасів. За структурою балансу ліквідність не виглядає критичною, але різке зниження операційного грошового потоку і зростання запасів означають підвищення залежності від обороту запасів, сезонності продажів і кредитного фінансування. Отже, ліквідність Астарта є прийнятною, але у 2025 р. суттєво погіршилася за критерієм операційного грошового потоку.

Астарта у 2025 р. різко збільшила боргове навантаження. Чистий борг зріс до 227 млн. євро, а відношення чистого боргу до EBITDA - до 2,3. Водночас скоригований чистий борг становив лише 40 млн, а його відношення до EBITDA - 0,4, оскільки компанія коригує борг на вартість запасів, які можуть бути швидко реалізовані. Отже, що стандартний показник чистого боргу показує помітне погіршення, а скоригований - дає м'якшу картину. Для Астарта критично важливо, наскільки швидко запаси можуть бути реалізовані без втрати прибутку. У роки сприятливої кон'юнктури така структура є прийнятною; у роки падіння цін або логістичних обмежень вона підвищує ризик конвертації запасів у грошові кошти.

Астарта у 2025 р. перебувала в активній інвестиційній фазі. Інвестиційні грошові потоки становили мінус 100 млн. євро проти мінус 52 млн. євро у 2024 р. Компанія пов'язує це з оновленням техніки, інвестиціями у виробництво соєвого концентрату та нову дробарку, а також реконструкцією молочних господарств. Інвестиції Астарта мають логіку переходу до вищої доданої вартості, вони фокусуються на переробці, інфраструктурі, продуктивності, енергоефективності. Але в 2025 р. цей інвестиційний цикл збігся зі зниженням EBITDA, тому боргове навантаження зросло. Це робить реалізацію інвестиційних проєктів одним із головних ризиків на 2026-2027 рр.

Астарта має ризики врожайності, погоди, цін на цукор і зернові, логістики, реалізації інвестиційних проєктів і зростання боргового навантаження. У 2025 р. компанія прямо пов'язувала результати з умовами воєнного часу, погодою, коливаннями цін на товари і ускладненою логістикою, а зниження EBITDA збіглося з різким збільшенням відтоку грошових коштів на реалізацію інвестицій і зростанням чистого боргу. Для Астарта головний аналітичний ризик - розрив співпадіння інвестиційної фази і нижчого прибутку. Якщо нові переробні потужності швидко почнуть генерувати EBITDA, ризик знизиться, але якщо

ринкова кон'юнктура залишиться слабкою, боргове навантаження може стати значним тягарем.

ІМК є найбільш сфокусованою компанією в групі: основний бізнес - вирощування сільськогосподарських культур, з домінуванням кукурудзи, соняшника та пшениці. У 2025 р. кукурудза забезпечила 58% виручки, що робить компанію чутливою до цін на кукурудзу, до урожайності, логістики і доступу до експортних каналів.

У 2025 р. виручка ІМК знизилася до 191 млн. дол. США, але EBITDA зріс до 96 млн. дол. США, операційний прибуток - до 76 млн. дол. США, а чистий прибуток - до 68 млн. Це означає, що падіння виручки не погіршило фінальний прибуток, імовірно завдяки кращій рентабельності, контролю витрат і структурі реалізації. За результатами 2015-2025 рр. ІМК слід розглядати як компанію з високою залежністю від аграрного циклу, але з консервативнішою фінансовою політикою. Її фінансові результати більш скромні, ніж у МХП або Кернел, але баланс і ліквідність у 2025 р. виглядають сильними.

ІМК має найсильнішу поточну ліквідність у групі. У 2025 р. поточні активи становили 160 млн. дол. США, поточні зобов'язання - 35 млн. дол. США, коефіцієнт поточної ліквідності - 4,6. Операційний грошовий потік ІМК у 2025 р. становив 72 млн. дол. США проти 92 млн. у 2024 р. Тобто генерування позитивних грошових потоків погіршилося, але все ж залишилося дуже сильним відносно масштабу компанії. ІМК також має найбільший запас оборотного капіталу відносно поточних зобов'язань.

ІМК має консервативну структуру капіталу. У 2025 р. чистий борг становив 99 млн. дол. США, власний капітал - 208 млн. Важливо, що частина боргового профілю ІМК пов'язана із зобов'язаннями за орендними платежами, характерними для аграрного бізнесу з орендованим землею. Тому ІМК не слід

порівнювати з промисловими компаніями лише через валовий борг: частина зобов'язань є структурним елементом моделі оренди земельного банку.

ІМК має найконсервативнішу інвестиційну політику. У 2025 р. інвестиції у нерухомість і обладнання становили 12 млн. дол. США проти 24 млн у 2024 р.; чисті капітальні інвестиції - 11 млн. дол. США. Це означає, що ІМК не проводить масштабної експансії, а фокусується на підтримці операційної бази та ефективності. Такий підхід зберігає ліквідність і знижує фінансовий ризик, але обмежує стратегічне зростання порівняно з МХП або Астарта.

ІМК має ризики концентрації: значна частка виручки припадає на кукурудзу, а бізнес залежить від урожайності, експортної логістики, безпеки запасів, орендованого земельного банку і персоналу. У звіті ІМК окремо розкриває воєнні ризики, ризики блокування портів, атак на інфраструктуру, втрати запасів, нестачі фінансування, ризик контрагентів, а також ризики ліквідності, процентних ставок і дефіциту капіталу.

Отже, за результатами дослідження, ми з'ясували, що аналізовані компанії мають чотири різні фінансово-операційні моделі:

- Кернел - найбільш фінансово зміцнений великий агрохолдинг у групі. Його ключова перевага у 2025 р. - низьке боргове навантаження, великі резерви грошових коштів та їх еквівалентів і здатність генерувати прибуток у складному логістичному середовищі. Головний недолік - висока залежність від експортної інфраструктури, сировинної бази й обороту товарних запасів.

- МХП - найбільш диверсифікована і міжнародно орієнтована вертикально інтегрована група компаній. Її перевага - масштаб, фокус на птахівництві, європейський сегмент і стратегічне розширення. Головний недолік - вище боргове навантаження, нижча ліквідність порівняно з іншими компаніями та ризик інтеграції міжнародних активів.

– Астарта - аграрно-переробна група з високим потенціалом доданої вартості, але з істотною циклічністю доходів та прибутку. У 2025 р. компанія одночасно пережила падіння EBITDA та активний інвестиційний цикл, що підвищило боргове навантаження. Її майбутня фінансова стабільність залежатиме від успішності нових переробних проєктів і нормалізації грошових потоків.

– ІМК - найменша, але компанія з найкращою ліквідною позицією в групі. Її перевага - сильний балансовий звіт, високий ліквідність і консервативна інвестиційна політика. Головний недолік - концентрація на вирощуванні сільськогосподарських культур, особливо кукурудзи, залежність від урожайності та логістики.

Узагальнимо порівняння компаній за різними критеріями фінансово-економічної діяльності (таблиця 2.3).

Таблиця 2.3

Порівняння компаній за різними критеріями фінансово-економічної діяльності*

Критерій	Найсильніша позиція	Найслабша позиція
Фінансова стійкість	Кернел, ІМК	МХП за борговими зобов'язаннями; Астарта за збільшенням боргових зобов'язань
Ліквідність	ІМК, Кернел	МХП
Масштаб бізнесу	Кернел, МХП	ІМК
Диверсифікація	МХП	ІМК
Інвестиційне зростання	МХП, Астарта	ІМК
Динаміка операційних грошових потоків	ІМК	Астарта, Кернел
Ризикова складність	МХП, Кернел	ІМК за концентрацією на одній ніші

*сформовано автором

Проаналізуємо, чи фінансові показники обраних компаній перебувають під впливом сезонного фактору. Для виявлення сезонності застосуємо дисперсійний

аналіз ANOVA та критерій Краскела-Уолліса. Результати розрахунків наведені у додатку В, а узагальнені оцінки - у таблиці 2.4.

Узагальнення результатів аналізу фінансової звітності компаній за 2015-2025 рр. свідчить, що сезонність є суттєвою характеристикою фінансової динаміки аграрних компаній, однак її інтенсивність істотно залежить від бізнес-моделі, структури сегментів, календаря виробничого циклу та ролі оборотного капіталу. Найбільш виражена сезонність виявлена у компаній із домінуванням рослинницького циклу, тоді як у більш диверсифікованих компаній із коротшим виробничим циклом сезонні коливання показників звіту про прибутки і збитки є згладженими.

Таблиця 2.4

Порівняння компаній за силою впливу сезонного фактора на окремі показники фінансово-економічної діяльності*

Показник	Кернел	МХП	Астарта	ІМК
Валовий дохід	Помірна	Слабка/неістотна	Сильна	Сильна
Валові витрати	Помірна	Слабка/неістотна	Сильна	Сильна
Чистий прибуток	Слабка/неістотна	Слабка/неістотна	Помірна	Помірна
Валюта балансу	Помірна	Слабка/статистично помітна	Помірна	Сильна
Операційний грошовий потік	Сильна	Помірна	Сильна	Сильна
Інвестиційний грошовий потік	Слабка/статистично помітна	Слабка/неістотна	Слабка/статистично помітна	Слабка/статистично помітна
Фінансовий грошовий потік	Слабка/неістотна	Слабка/неістотна	Слабка/статистично помітна	Слабка/статистично помітна
Чистий грошовий потік	Сильна	Сильна	Сильна	Сильна

*сформовано автором

Найсильніший сезонний профіль простежується у ІМК та Астарта. Для цих компаній квартальні відмінності у виручці, собівартості реалізації, операційному грошовому потоці та залишках грошових коштів мають не випадковий, а структурний характер. Основним економічним механізмом є концентрація

продажів і грошових надходжень після збору врожаю, тоді як ранні квартали частіше пов'язані з фінансуванням посівної, накопиченням біологічних активів, запасів та інших елементів оборотного капіталу. Отже, для цих компаній сезонність є однією з ключових характеристик фінансової моделі.

Кернел демонструє помірну, але економічно значущу сезонність. Особливістю компанії є використання фінансового року, що завершується 30 червня, тому її квартальні результати не можна прямо зіставляти з календарними кварталами інших компаній. Найбільш суттєві сезонні ефекти у Кернел проявляються не стільки в чистому прибутку, скільки у виручці, собівартості, залишках грошових коштів та операційному грошовому потоці. Це свідчить про вагомую роль запасів, логістики, експорту, переробки та фінансування оборотного капіталу.

МХП має найменш виражену сезонність фінансових показників серед досліджених компаній. Виручка та витрати компанії є відносно стабільнішими завдяки значній ролі птахівництва у бізнесі, вертикальній інтеграції та регулярнішому виробничому циклу. Водночас сезонність не зникає повністю: вона більше проявляється в операційному грошовому потоці, запасах, біологічних активах, кормовій базі та фінансуванні оборотного капіталу. Отже, для МХП сезонність має переважно фінансово-оборотний, а не тотальний характер.

Порівняльний аналіз показує, що чистий прибуток є менш надійним індикатором сезонності, ніж виручка, собівартість або операційний грошовий потік. Це пояснюється впливом курсових різниць, фінансових витрат, податкових ефектів, переоцінки біологічних активів, зміни справедливої вартості сільськогосподарської продукції та одноразових подій. Унаслідок цього прибуток може істотно коливатися навіть за відносно стабільного операційного сезонного профілю. Найбільш інформативним показником сезонності для аграрних

компаній є операційний грошовий потік. Саме він найкраще відображає перетворення продуктів виробничого циклу на ліквідність, оскільки враховує зміни запасів, біологічних активів, дебіторської та кредиторської заборгованості. У компаній із сильною рослинницькою складовою фінансовий грошовий потік може бути слабким або від'ємним у періоди накопичення оборотного капіталу та істотно поліпшуватися після реалізації продукції. Залишки грошових коштів також мають сезонний характер, однак їх не можна інтерпретувати ізольовано, їх рівень залежить не лише від операційної генерації коштів, а й від залучення кредитів, погашення боргу, інвестиційних платежів, дивідендної політики та цільового резерву ліквідності. Тому аналіз залишків коштів має проводитися разом із аналізом грошових потоків. Інвестиційний та фінансовий грошові потоки мають менш стійку сезонність: перший значною мірою залежить від графіка капітальних інвестицій, модернізації, придбання активів або реалізації інвестиційних програм; другий - відображає залучення та погашення боргу, дивіденди, лізингові платежі й рефінансування. Отже, ці показники можуть бути частково пов'язані із сезонним фінансуванням аграрного циклу, але водночас мають значний управлінський і подієвий компонент.

Отже, сезонність у досліджених компаній є статистично та економічно значущою, але неоднорідною. Найсильніше вона проявляється у ІМК та Астарта, помірно - у Кернел, а найслабше на рівні - у МХП. Найбільш релевантними індикаторами сезонності є виручка, собівартість реалізації та операційний грошовий потік, тоді як чистий прибуток, інвестиційний і фінансовий грошові потоки потребують обережнішої інтерпретації через вплив неопераційних, облікових і подієвих факторів.

Отже, ми з'ясували, що аналізовані компанії притримуються різних бізнес-стратегій і, відповідно, мають різні фінансові результати та сезонність фінансових

показників. Також варто зазначити, що вони декларують різні інвестиційні пріоритети (таблиця 2.5).

Таблиця 2.5

Пріоритетні напрямки капітальних та прямих інвестицій аграрних компаній*

Компанія	Оголошені пріоритети
Кернел	Розширення переробки продукції рослинництва, логістика та експортна інфраструктура
МХП	Операційна стійкість, енергонезалежність, логістика, вертикальна інтеграція, міжнародна диверсифікація
Астарта	Модернізація агротехніки, потужності зі зберігання продукції, оновлення обладнання, збільшення глибини переробки сої, реконструкція молочних ферм, енергонезалежність та енергоефективність, власні ІТ-рішення, поглинання менших компаній
ІМК	Покращення операційної ефективності, збільшення земельного банку, збереження родючості ґрунтів, енергоефективність, зменшення викидів парникових газів

*сформовано автором на основі даних компаній

Що стосується управління ліквідними активами та фінансових інвестицій, відмінності у поведінці компаній зберігаються. Розглянемо показники кожної з них детально.

До 2022 р. фінансові активи компанії Кернел були суттєвими, але ОВДП або державні папери не були чітко виділені у звітності. З 2022 р. з'являється явна позиція в боргових інструментах, у 2024-2025 рр. вона стає системно значною. У 2025 році компанія розкриває значні вкладення у цінні папери, зокрема 133,4 млн. дол. США в українські державні облігації та 11,0 млн. дол. США у державні облігації США, а фінансовий дохід становив 45,4 млн. дол. США (таблиця 2.6). Отже, компанія активно перетворює надлишкову ліквідність на дохідний, але все ще ліквідний фінансовий портфель.

Таблиця 2.6

**Окремі показники управління ліквідними активами компанії Кернел,
млн. дол. США***

№	Показник	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	Грошові кошти та еквіваленти	129,1	60,4	143,4	132,0	76,8	369,1	574,0	447,6	954,1	809,6	617,5
2	Інші оборотні фінансові активи	н/д	н/д	н/д	72,3	70,8	141,5	294,2	205,8	376,1	339,9	315,9
3	Необоротні фінансові активи	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	58,0	46,3	0,0	0,0	23,3	6,0
4	ОВДП	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	6,1	0,0	185,3	133,4
5	Інші облігації	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	27,1	16,1	0,0	11,0
6	Дохід від фінансової діяльності	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	11,3	30,8	49,8	45,4
7	Відношення 6 до (1+2+3)	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	1,7%	2,3%	4,2%	4,8%

*сформовано автором на основі даних компанії [177]

Компанія МХП має значні залишки грошових коштів, але її фінансові активи не мають такого інвестиційного профілю, як у Кернел. У звітах зазначено, що категорія грошових коштів та їх еквівалентів може включати гроші, депозити та державні облігації зі строком до погашення менше ніж 3 місяці, але обсяг ОВДП у 2025 р. не виділений окремо (таблиця 2.7).

Таблиця 2.7

**Окремі показники управління ліквідними активами компанії МХП,
млн. дол. США**

№	Рік	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	Грошові кошти та еквіваленти	59,3	154,6	125,6	211,8	340,7	217,6	275,2	300,0	436,0	355,0	415,0
2	Інші оборотні фінансові активи	1,6	8,4	4,4	7,4	29,3	81,3	16,2	22,0	34,0	19,0	33,0
3	Необоротні фінансові активи	н/д	5,0	11,3	17,4	17,6	23,1	28,8	8,0	8,0	10,0	18,0
4	ОВДП	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	3,6	11,2	0,0	8,0	0,0	0,0
5	Інші облігації	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
6	Дохід від фінансової діяльності	2,6	2,2	3,5	4,5	8,0	13,6	10,5	6,0	37,0	21,0	19,0
7	Відношення 6 до (1+2+3)	4,2%	1,3%	2,5%	1,9%	2,1%	4,2%	3,3%	1,8%	7,7%	5,5%	4,1%

*сформовано автором на основі даних компанії [178]

Компанія Астарта використовує інвестиції у державні папери в малих обсягах. У 2018-2024 рр. у звітах простежується рядок “державні облігації”, але

максимальне значення у ньому становило лише 1,6 млн. євро у 2022 році (таблиця 2.8). На відміну від Кернел, ці інвестиції не є суттєвим елементом управління ліквідністю.

Таблиця 2.8

**Окремі показники управління ліквідними активами компанії Астарта,
млн. євро**

№	Рік	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	Грошові кошти та еквіваленти	16,8	11,1	14,3	13,2	12,3	22,3	11,5	26,2	13,3	48,4	40,2
2	Інші оборотні фінансові активи	1,5	1,2	1,3	1,1	1,1	1,4	0,9	1,8	1,5	1,6	0,2
3	Необоротні фінансові активи	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
4	ОВДП	н/д	н/д	н/д	0,9	0,5	1,3	0,7	1,6	1,2	1,2	0,0
5	Інші облігації	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
6	Дохід від фінансової діяльності	1,2	0,6	1,8	1,6	1,2	0,3	0,4	1,9	1,9	2,9	1,7
7	Відношення 6 до (1+2+3)	6,7%	5,3%	11,2%	11,1%	8,9%	1,5%	2,9%	6,7%	12,9%	5,7%	4,3%

*сформовано автором на основі даних компанії [179]

Компанія ІМК не демонструє використання державних облігацій як значущого інструменту розміщення коштів. Її фінансові активи представлені переважно грошовими коштами та їх еквівалентами, а також незначними інших оборотних фінансових активів. У 2025 р. перша категорія становила 45,5 млн. дол. США, тоді як друга - лише 0,4 млн (таблиця 2.9). Дохід від фінансової діяльності зростає, але його природа - переважно відсотковий дохід за банківськими депозитами, а не дохід від портфеля цінних паперів.

Таблиця 2.9

**Окремі показники управління ліквідними активами компанії ІМК,
млн. дол. США**

№	Рік	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	Грошові кошти та еквіваленти	6,7	4,2	6,1	3,9	5,2	18,0	28,8	24,9	16,2	44,6	45,5
2	Інші оборотні фінансові активи	0,5	0,6	1,0	0,8	0,3	0,5	0,8	0,4	0,7	0,4	0,4
3	Необоротні фінансові активи	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
4	ОВДП	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
5	Інші облігації	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
6	Дохід від фінансової діяльності	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8	1,2	1,7	1,9
7	Відношення 6 до (1+2+3)	4,1%	7,1%	4,2%	7,7%	10,1%	3,2%	2,4%	3,2%	7,2%	3,8%	4,1%

*сформовано автором на основі даних компанії [176]

Отже, компанія Кернел є єдиною компанією з вираженою системною політикою розміщення значних вільних коштів у державні цінні папери України та США. Компанія МХП має значний грошовий ресурс, але не демонструє такого ж послідовного інвестування в цінні папери, як Кернел. Астарта інвестувала державні папери лише в малих обсягах. ІМК не здійснює інвестицій в цінні папери, а фінансові активи цієї компанії переважно зберігаються на поточних та депозитних рахунках у банках. Незважаючи на відмінності в підходах до управління ліквідними активами, у 2025 році всі компанії продемонстрували схоже співвідношення фінансових доходів до вартості ліквідних фінансових активів на рівні 4-5%.

2.3 Оцінка інвестиційних можливостей організованих ринків капіталу з перспективи бізнес-структур агропромислового комплексу

Для бізнес-структур АПК організовані ринки капіталу надають широкі можливості. З одного боку, аграрна компанія може виступати емітентом або

позичальником, залучаючи кошти через акції, корпоративні облигації, аграрні ноти. З іншого боку, вона може діяти як інвестор, розміщуючи тимчасово вільні кошти в державні та корпоративні облигації, інструменти грошового ринку, акції, біржові фонди або інші ліквідні активи відповідно до затвердженої інвестиційної політики. У третій площині, підприємство може використовувати деривативи та організовані товарні ринки для управління ризиками цін на зернові, олійні культури, енергоносії, валюту чи відсоткові ставки. FAO у дослідженні ринкових інструментів управління аграрними ціновими ризиками розглядає форварди, ф'ючерси, опціони і свопи як ключові інструменти передання частини товарного ризику іншим учасникам ринку [194]. Отже, організовані ринку капіталу можуть запропонувати як різноманітні можливості фінансування, так і інструменти для управління ліквідністю та ризиками (таблиця 2.10).

Таблиця 2.10

Основні напрями використання організованих ринків капіталу бізнес-структурами АПК*

Напрямок	Потенційні інструменти	Управлінська мета	Ключові критерії оцінки
Залучення капіталу	Акції, корпоративні облигації, аграрні ноти, приватні розміщення, IPO/SPO	Фінансування інвестиційної програми, оборотного капіталу, M&A, модернізації	Вартість капіталу, строковість, ковенанти, вимоги до розкриття, вплив на контроль
Розміщення ліквідності	ОВДП, іноземні державні облигації, корпоративні облигації, фонди грошового ринку	Збереження ліквідності, дохідність резервів, управління резервом ліквідності	Ліквідність, кредитний ризик, дюрація, валютний ризик, податковий режим
Управління ризиками	Ф'ючерси, форварди, опціони, свопи, товарні деривативи	Хеджування цін на продукцію, валютних курсів, ставок, енергетичних витрат	Ризик основної діяльності, маржинальні вимоги, ліквідність контракту, облікова політика
Підвищення інвестиційної привабливості	Біржовий лістинг, рейтинги, ESG-інструменти, звітність за МСФЗ	Доступ до ширшої бази інвесторів, зниження вартості капіталу	Якість корпоративного управління, прозорість, IR-функція, аудит
Структуроване фінансування	Сек'юритизація, конвертовані облигації, аграрні ноти, інструменти забезпечені активами	Монетизація майбутніх грошових потоків або активів	Якість забезпечення, юридична конструкція, прогнозованість грошових потоків

*сформовано автором

З позиції управління ліквідністю агропромислових компаній найбільш практичним сегментом організованих ринків капіталу є державні боргові інструменти. Вони можуть використовуватися для розміщення тимчасово вільних коштів, формування резервів під сезонні витрати та стратегічних резервів. Дохідність ОВДП протягом 2015-2025 рр. постійно перевищувала відсоткові ставки за депозитами. Зокрема, якщо розглядати саме короткострокові вкладення, які забезпечують більшу ліквідність і кращу доступність вкладених коштів, то ОВДП постійно переважали як строкові депозити, так і депозити на вимогу, як правило, на декілька відсоткових пунктів (рис. 2.24).

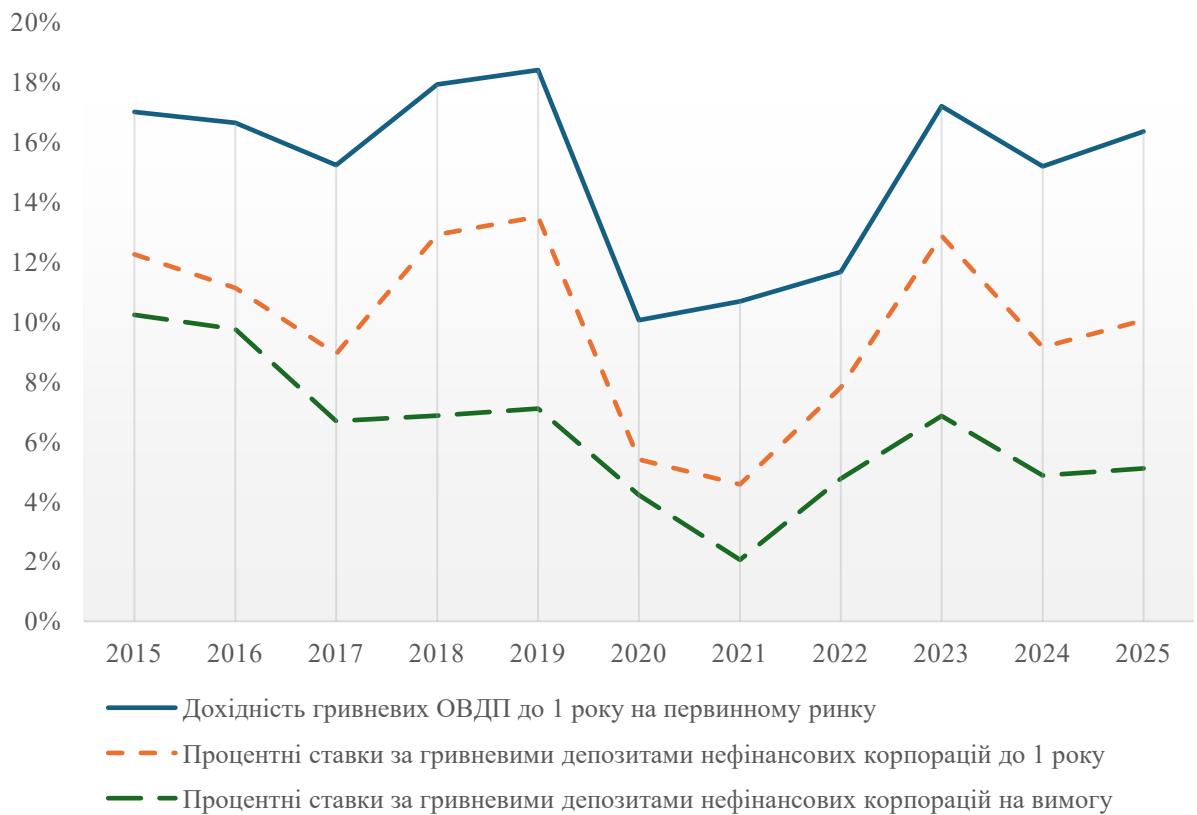


Рис. 2.24. Дохідність короткострокових ОВДП та депозитів нефінансових корпорацій у 2015-2025 рр.*

*побудовано автором на основі даних [72]

Перед інвестором у ОВДП зазвичай постає доволі широкий вибір різних випусків, від короткострокових до довгострокових, та із термінами погашення від кількох днів до кількох років. Коротші строки до погашення забезпечують кращу ліквідність, довгострокові випуски зазвичай надають вищу дохідність, хоча це буває не завжди.

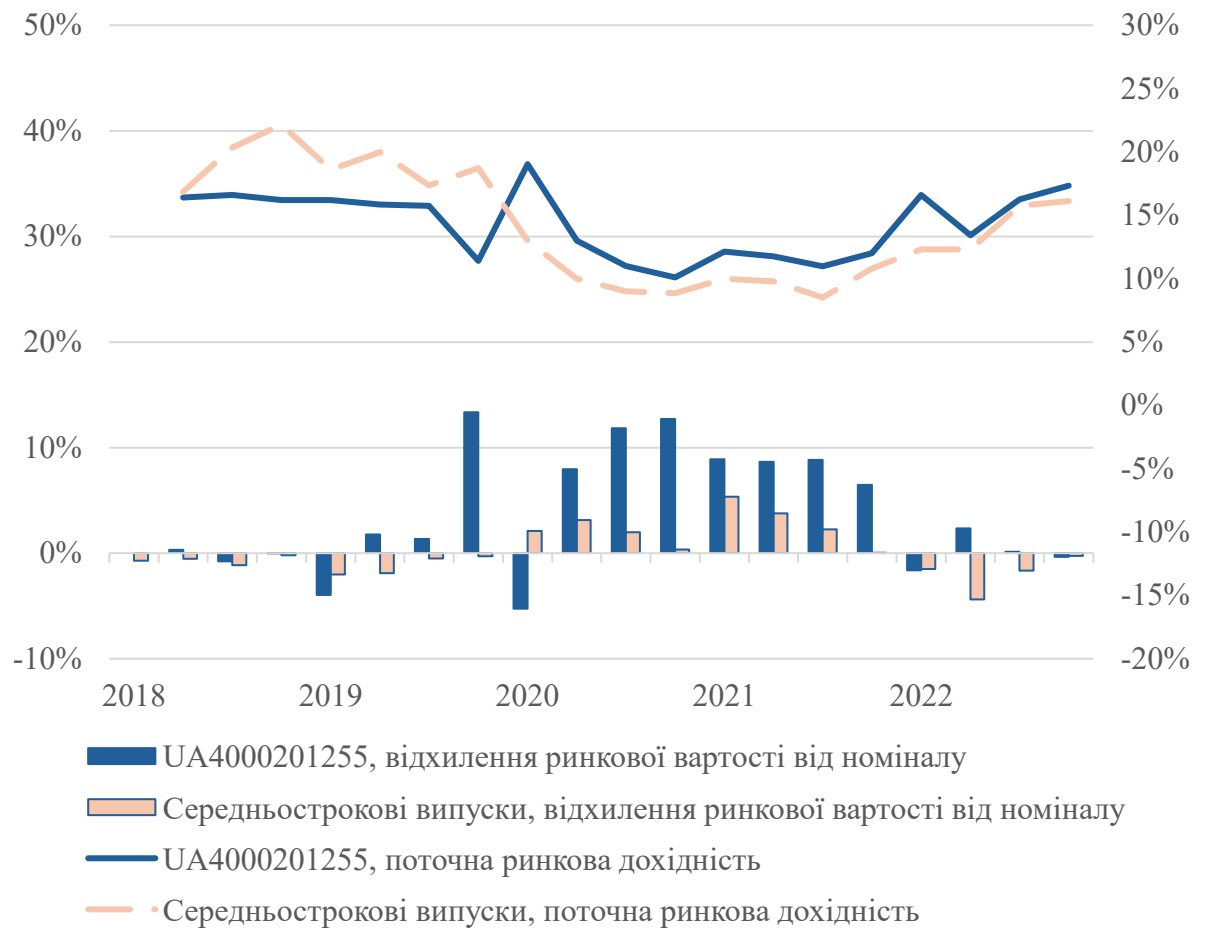


Рис. 2.25. Відхилення поточної ринкової вартості за вирахуванням НКД (ліва шкала) та ринкові дохідності (права шкала) довгострокових облігацій UA4000201255 та середньострокових облігацій з терміном погашення до 1 року (UA4000196562 у 2018 р., UA4000196620 у 2019 р., UA4000200174 у 2020 р., UA4000203236 у 2021 р., UA4000221568 у 2022 р.), 2018-2022 рр.*

*побудовано автором на основі даних [72]

Наприклад, на фоні тенденції до зниження облікової ставки НБУ у 2016-2019 роках, дохідність довгострокового випуску UA4000201255 на вторинному ринку у 2018-2019 роках була нижчою за дохідність середньострокових облігацій із терміном погашення до 1 року в середньому на 3,7 відсоткових пункти, а у 2020-2022 роках - вищою на 2,3 відсоткових пункти (рис. 2.25).

У іншому випадку, ринкова дохідність довгострокових облігацій UA4000207518 у 2021-2025 роках стабільно перевищувала дохідність облігацій з терміном погашення до 1 року в середньому на 4,1 відсоткових пункти (рис. 2.26).

Зворотною стороною вищої дохідності довгострокових облігацій є відносно низька ліквідність у перші роки обігу, і, відповідно, потенційно більші трансакційні витрати та менш ефективне ринкове ціноутворення. Ще одним важливим фактором, що має впливати на прийняття інвестиційних рішень, є висока чутливість ціни довгострокових облігацій до змін відсоткових ставок. Наприклад, зростання ринкових ставок та облікової ставки НБУ у 2022 р. призвело до падіння ринкової вартості довгострокових облігацій UA4000207518 на 40,9% нижче номіналу (рис. 2.26).

Особливістю довгострокових інвестицій в цінні папери є можлива необхідність переоцінки їхньої балансової вартості, що може призводити до тимчасових додаткових фінансових доходів та витрат відповідно до зміни поточної ринкової ціни на об'єкт інвестицій. У випадку продажу на вторинному ринку значно раніше дати погашення, відхилення поточної ціни довгострокових облігацій можуть значно вплинути на загальний фінансовий результат від такої інвестиції. Однак інвестиції у облігації з коротким строком до погашення, в цілому, позбавлені таких недоліків. Вони можуть бути або погашені за номінальною вартістю у доволі близькій перспективі, або достроково продані на вторинному ринку із мінімальними втратами.

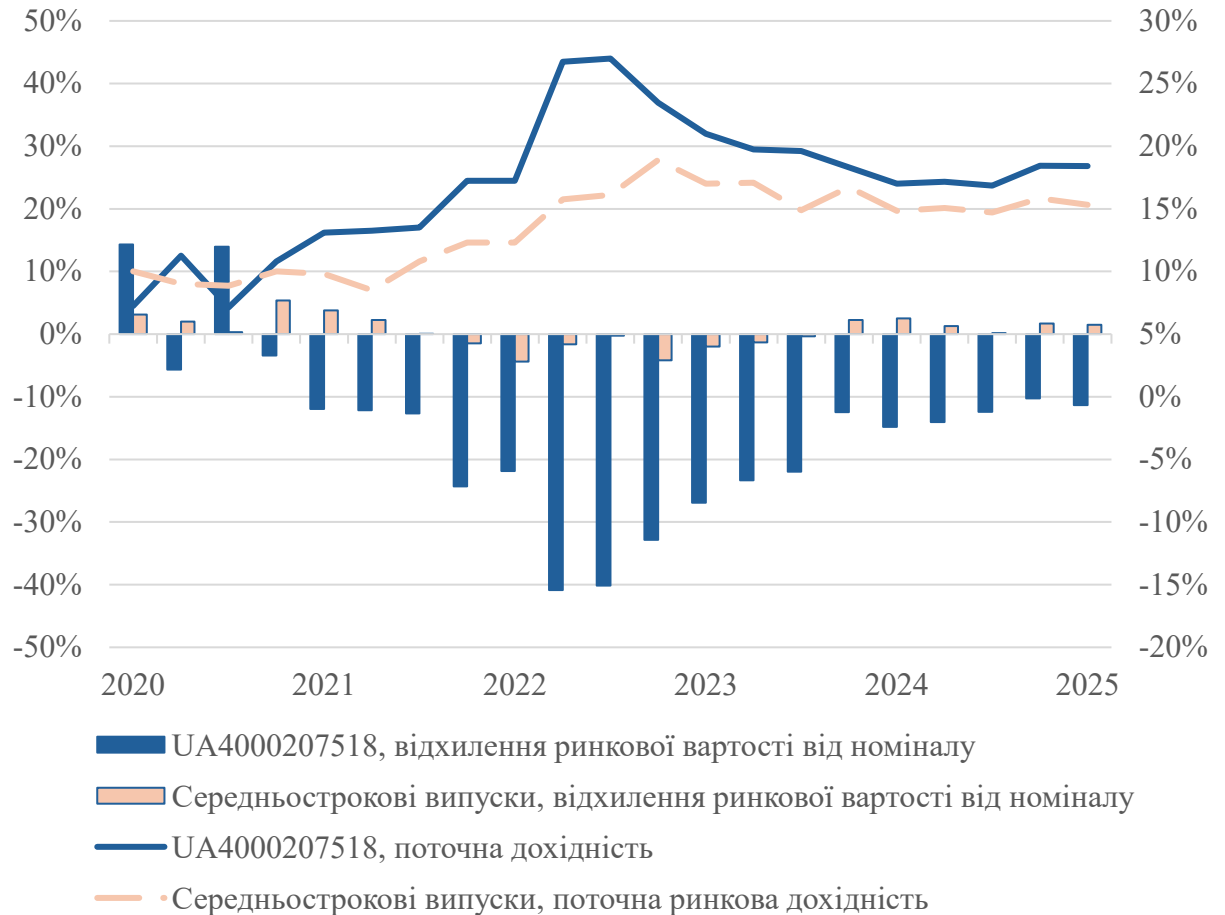


Рис. 2.26. Відхилення поточної ринкової вартості за вирахуванням НКД (ліва шкала) та ринкові доходності (права шкала) довгострокових облігацій UA4000207518 та середньострокових облігацій з терміном погашення до 1 року (UA4000200174 у 2020 р., UA4000203236 у 2021 р., UA4000221568 у 2022 р., UA4000224380 у 2023 р., UA4000227656 у 2024 р., UA4000230262 у 2025 р.), 2020-2025 рр.*

*побудовано автором на основі даних [72]

Таким чином, ОВДП можна вважати привабливим фінансовим інструментом. З точки зору бізнес-структури, інвестиції в ОВДП мають ряд переваг над банківськими депозитами:

- вища дохідність: ставки дохідності ОВДП зазвичай вищі, ніж ставки за депозитами;
- нижчий ризик: повернення інвестицій в ОВДП гарантовані державою, вкладення у депозити пов'язані із ризиком неплатоспроможності банку, який зазвичай вважається значно вищим, за ризик неплатоспроможності держави у національній валюті;
- краща ліквідність: для ОВДП існує великий та ліквідний вторинний ринок, і ці цінні папери можна перетворити на кошти доволі швидко та з мінімальними втратами, що зазвичай неможливо зробити із строковими депозитами.

Перевагами депозитів над ОВДП можна визначити наступні:

- відносна простота: для відкриття депозиту не потрібно встановлювати окремі відносини з іншими юридичними особами, достатньо скористатися послугами банку, що обслуговує поточні рахунки бізнес структури; інвестиції в цінні папери також створюють додаткові задачі менеджменту та фінансового обліку;
- відсутність ринкового ризику: на відміну від депозитів, ринкова кон'юнктура може впливати на поточну вартість цінних паперів, що може призводити до додаткових прибутків чи збитків у випадку продажу ОВДП до їхнього погашення, особливо важливо це враховувати при інвестиціях у довгострокові цінні папери;
- миттєва ліквідність: депозит на вимогу забезпечує доступність коштів у будь-який момент, продаж ОВДП все ж вимагає певного часу на реалізацію.

Для аграрних компаній, які мають експортну виручку або боргові зобов'язання в іноземній валюті, валютний вимір фінансової діяльності також є важливим. Доходи від експорту зернових, олійних культур, олії, м'яса птиці або іншої продукції можуть бути номіновані в доларах США чи євро, тоді як частина витрат - у гривні. Великі компанії також можуть мати валютні зобов'язання перед

іноземними контрагентами, банками та власниками облігацій. Тому інвестиційна політика повинна передбачати валютне зіставлення активів і зобов'язань, обмеження відкритої валютної позиції, сценарний аналіз девальвації, правила розміщення валютної ліквідності та процедури хеджування. Валютні державні облігації, іноземні державні папери, валютні депозити, форварди чи свопи можуть виконувати різні функції, але кожен інструмент має оцінюватися через призму доступності, ліквідності, регуляторних обмежень і операційного ризику.

Проаналізуємо підходи до інвестування в цінні папери іноземних агропромислових компаній: Bunge (США), Archer-Daniels-Midland Company (США), та Adesoagro (Аргентина). Передусім необхідно розмежувати інвестиції у цінні папери за їхньою економічною природою. У фінансовій звітності аграрних корпорацій подібні активи можуть виконувати різні функції: бути короткостроковим резервом ліквідності, інструментом тимчасового розміщення надлишкових коштів, засобом управління валютним або процентним ризиком, елементом брокерської чи клієнтської інфраструктури, а також формою стратегічної участі в інших підприємствах.

Звітність Bunge [155] демонструє модель консервативного казначейського управління ліквідністю. Компанія має суттєвий портфель короткострокових ринкових цінних паперів та інших короткострокових інвестицій, до складу якого входять депозитні інструменти, державні цінні папери іноземних урядів, корпоративні боргові папери, окремі акції та інші ліквідні фінансові активи. Водночас структура такого портфеля свідчить, що його основна функція полягає не у спекулятивному отриманні інвестиційного прибутку, а у підтриманні ліквідності, розміщенні тимчасово вільних коштів та забезпеченні фінансової гнучкості в регіонах присутності. Переважання депозитів і боргових інструментів над акціями підтверджує консервативний характер цієї моделі. Особливістю Bunge є наявність двох рівнів фінансових інвестицій. Перший рівень - це

короткостроковий портфель ліквідності, що використовується для управління поточними фінансовими ресурсами. Другий рівень - довгострокові інвестиції, пов'язані переважно зі стратегічними вкладеннями у зростаючі агрокомпанії та у виробників харчових продуктів через підрозділ Bunge Ventures. Отже, Bunge розмежовує операційно-казначейське управління ліквідністю та стратегічне інвестування у суміжні напрями агропродовольчого бізнесу. Такий підхід є методологічно важливим: короткострокові цінні папери не змішуються зі стратегічними інвестиціями в капітал інших компаній, оскільки вони мають різні горизонти, ризики та функції у фінансовій політиці компанії.

ADM [154] демонструє значно менш виражену модель власного короткострокового портфеля цінних паперів. У її звітності стаття *short-term marketable securities* є відносно невеликою порівняно із загальним масштабом активів і грошових коштів компанії. Водночас у балансі ADM наявна велика стаття *segregated cash and investments*, яка на перший погляд може створювати враження масштабного портфеля фінансових активів. Однак економічна природа цієї статті інша: вона пов'язана з брокерським бізнесом, клієнтськими коштами, біржовими та регуляторними вимогами. Значна частина таких активів може бути вкладена у держоблігації США, але вони не є повністю вільною корпоративною ліквідністю ADM. Дані сегреговані активи мають інший правовий і економічний режим: вони можуть бути пов'язані з клієнтськими рахунками, маржинальними вимогами, біржовою діяльністю або страховими зобов'язаннями. Тому включення таких активів до вільної ліквідності компанії призвело б до завищення її фінансової гнучкості. Водночас ADM має значні довгострокові інвестиції в асоційовані компанії. Ці активи не слід розглядати як портфель ліквідності. Їхня економічна природа полягає у стратегічній участі в бізнесах, пов'язаних із глобальними ланцюгами постачання, переробкою, торгівлею та агропродовольчими ринками. Такі інвестиції мають інший ризиковий профіль,

інший горизонт і не виконують функції сезонного резерву. Отже, ADM у досліджуваній групі виступає радше прикладом корпорації, для якої портфель цінних паперів не є центральним елементом казначейської політики, а основні фінансові активи мають або операційно-регуляторну, або стратегічну природу.

Adescoagro [213] представляє третю, відмінну модель - активніше використання короткострокових фінансових інструментів як елементу управління ліквідністю, валютно-інфляційними ризиками та локальними ринковими можливостями. До складу короткострокових інвестицій компанії входять корпоративні облігації, державні цінні папери, взаємні фонди, а також специфічні інструменти локального фінансового ринку, зокрема аргентинські боргові папери та пов'язані з ними інструменти. Для Adescoagro короткострокові інвестиції є не лише пасивним резервом ліквідності, а й активним інструментом казначейського управління. Високий оборот придбань і продажів короткострокових інвестицій свідчить, що компанія використовує фінансові інструменти для адаптації до макрофінансового середовища, зокрема до інфляції, валютних обмежень, локальних процентних ставок, а також можливості арбітражу. Наявність доходів від операцій з облігаціями підтверджує, що казначейська діяльність Adescoagro має більш активний характер порівняно з Bunge та ADM. Однак така модель водночас потребує розвиненої системи управління ринковими, валютними, кредитними та ліквіднісними ризиками.

Отже, порівняння трьох компаній дає підстави стверджувати, що у великих аграрних корпорацій не існує єдиної універсальної моделі інвестування у цінні папери. Bunge тяжіє до консервативної моделі короткострокового розміщення ліквідності у депозитні та боргові інструменти. ADM має мінімальний власний короткостроковий портфель цінних паперів, натомість значні сегреговані активи та стратегічні інвестиції. Adescoagro використовує більш активний казначейсько-інвестиційний підхід, у межах якого короткострокові фінансові інструменти

відіграють роль як резерву ліквідності, так і засобу адаптації до складного макрофінансового середовища.

З позиції моделювання інвестицій українських аграрних компаній цей порівняльний аналіз має кілька важливих наслідків. По-перше, портфель цінних паперів аграрної компанії має бути підпорядкований не максимізації спекулятивного прибутку, а забезпеченню ліквідності, збереженню вартості тимчасово вільних коштів та узгодженню активів із майбутніми операційними платежами. Це означає, що базовими інструментами такого портфеля мають бути короткострокові боргові та грошові інструменти: ОВДП, короткі держоблігації США, депозитні сертифікати, банківські депозити або інші високоліквідні інструменти з низьким кредитним ризиком. Приклад ADM показує необхідність суворого розмежування вільної та обмеженої ліквідності. Якщо активи є заставними, клієнтськими, або сегрегованими, вони не можуть розглядатися як ресурс для фінансування посівної, закупівлі сировини, виплати боргу чи покриття сезонних касових розривів. Досвід Adescoagro є релевантним для економік із підвищеною інфляцією, валютними ризиками та нерівномірним доступом до капіталу. В українському контексті це може означати використання короткострокових ОВДП або валютних інструментів як засобу тимчасового розміщення ліквідності між сезонними піками надходжень і витрат. Водночас така модель не повинна перетворюватися на неконтрольовану спекулятивну діяльність. Вона потребує встановлення лімітів на строки, валютну позицію, частку одного емітента, кредитний ризик і ліквідність вторинного ринку. Аналіз трьох компаній не підтверджує доцільності формування значного портфеля акцій або паїв інвестиційних фондів як складової поточного або сезонного сегментів ліквідності аграрного бізнесу. Акції та паї інвестиційних фондів можуть бути прийнятними лише для довгострокового стратегічного резерву або надлишкового капіталу, який не буде потрібний для фінансування операційного циклу. У

підсумку практики Bunge, ADM та Adescoagro засвідчують, що цінні папери можуть відігравати важливу роль у фінансовому управлінні аграрних компаній, проте ця роль має бути чітко визначеною. Для всіх трьох компаній цінні папери не замінюють операційний бізнес і не виступають автономним центром спекулятивного прибутку. Вони є інструментом підтримання ліквідності, управління ризиками, тимчасового розміщення коштів або стратегічної участі в суміжних напрямках бізнесу.

Таким чином, для аграрних компаній, зокрема українських, оптимальна політика інвестування в цінні папери має бути підпорядкована сезонній природі операційного циклу. Постійний портфель повинен забезпечувати стійкість ліквідності, а сезонний портфель - ефективне використання тимчасово вільних коштів між фазами надходжень і витрат. Найбільш придатними інструментами для таких цілей є короткострокові боргові папери високої якості, за умови контролю валютного, процентного та ліквіднісного ризику. Акції та паї інвестиційних фондів можуть використовуватися лише обмежено і лише в довгостроковому сегменті інвестицій. Такий підхід відповідає як міжнародній практиці великих аграрних корпорацій, так і специфіці сезонного фінансового циклу аграрного бізнесу.

Загальна логіка оцінки інвестиційних можливостей може бути подана як послідовність взаємопов'язаних етапів (рис. 2.27). Така логіка особливо важлива для аграрного бізнесу, оскільки сезонність операційного циклу створює часовий розрив між витратами на посівну, добрива, паливо, логістику та моментом отримання виручки від реалізації продукції.

Ключовим елементом оцінювання інвестиційних можливостей є розмежування інвестиційної та казначейської логіки. Якщо підприємство розміщує кошти, необхідні для виплати зарплат, податків, обслуговування боргу,

закупівлі пального або проведення посівної, то головним критерієм є не максимізація дохідності, а збереження ліквідності.

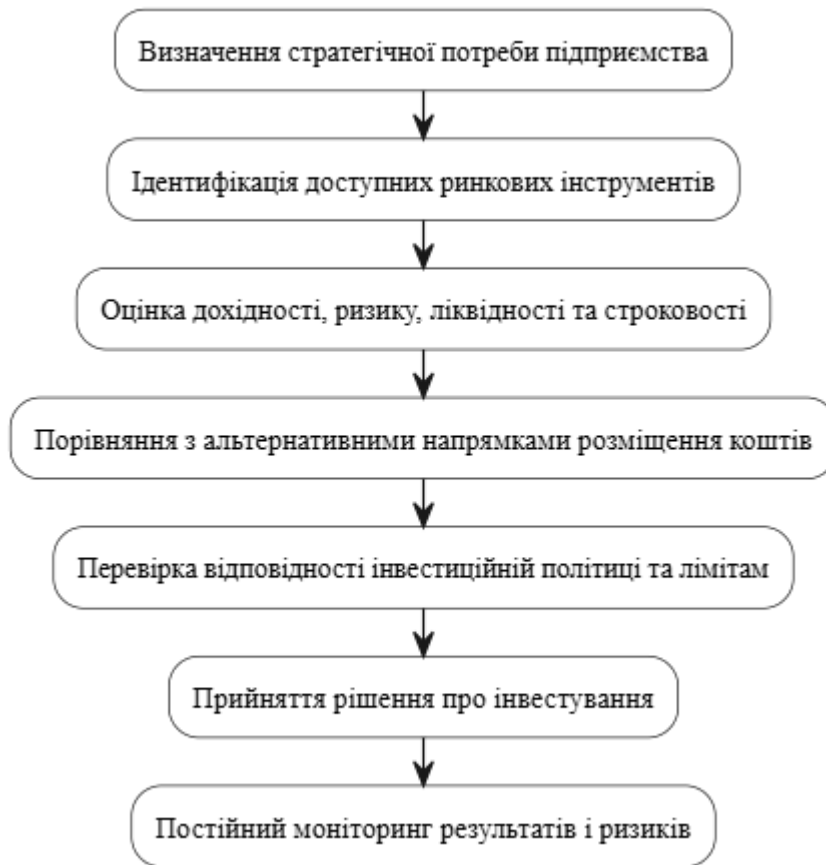


Рис. 2.27. Етапи оцінки інвестиційних можливостей*

*запропоновано автором

Якщо ж ідеться про стратегічний резерв або надлишкову ліквідність, яка не потрібна для операційного циклу протягом визначеного горизонту, тоді можливе застосування ширшого набору інструментів із вищим ризиком. Таким чином, можна визначити існування певної ієрархії ліквідності бізнес-структури (рис. 2.28).

Управлінський зміст цієї ієрархії полягає в тому, що кожен нижчий рівень може інвестуватися лише після забезпечення попереднього. Наприклад, кошти

для посівної не повинні розміщуватися в інструменти з високою волатильністю або низькою ліквідністю, навіть якщо їхня очікувана дохідність є вищою. Натомість стратегічний резерв може мати довший горизонт і включати інструменти з певним процентним або кредитним ризиком.

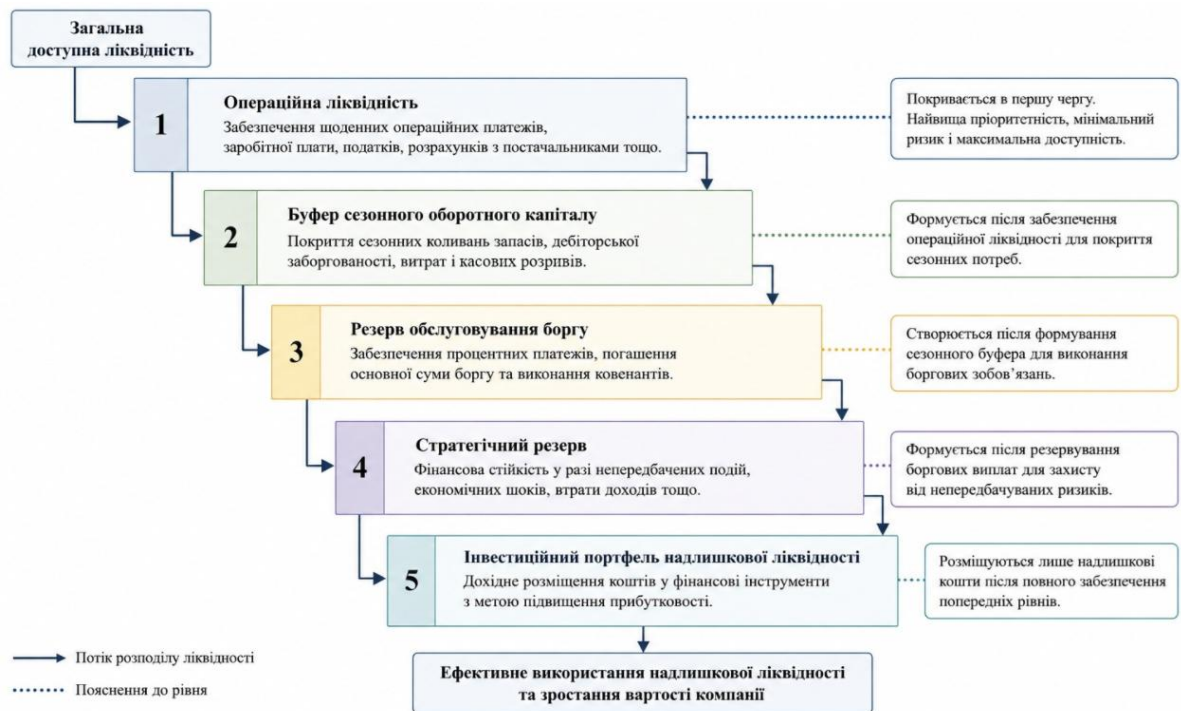


Рис. 2.28. Каскадна схема ієрархії ліквідності*

*запропоновано автором

Оцінювання фінансових інструментів має здійснюватися не за одним окремим показником, а на основі комплексної системи критеріїв (таблиця 2.11). До такої системи належать стратегічна відповідність, дохідність, ліквідність, строковість, кредитний, валютний, ринковий і правовий ризики, обліковий ефект та операційна спроможність компанії.

Вибір фінансового інструменту повинен відповідати бізнес-моделі підприємства, його інвестиційній програмі, політиці ліквідності та системі ризик-менеджменту. Навіть потенційно прибутковий інструмент не може вважатися

доцільним, якщо він не узгоджується зі стратегічними цілями компанії або створює невиправдане навантаження на фінансову структуру.

Таблиця 2.11

Матриця оцінювання інвестиційних можливостей для агропромислової бізнес-структури*

Критерій	Зміст оцінки	Типові питання
Стратегічна відповідність	Чи підтримує інструмент бізнес-модель, інвестиційну програму або політику ліквідності	Чи пов'язана операція з виробничою, фінансовою або ризик-менеджмент ціллю?
Дохідність	Очікувана ставка, додаткова дохідність до безризикового інструмента	Чи компенсує дохідність кредитний, валютний, ліквідний і операційний ризику?
Ліквідність	Можливість швидкого продажу без суттєвого дисконту	Чи можна вийти з позиції до дати критичних платежів?
Строковість	Відповідність строків погашення календарю грошових потоків	Чи не створює інструмент розрив ліквідності?
Кредитний ризик	Ймовірність дефолту емітента або контрагента	Чи є рейтинг, забезпечення, ковенанти, історія платежів?
Валютний ризик	Невідповідність валюти активів, зобов'язань і виручки	Чи узгоджений інструмент з природною валютною позицією компанії?
Ринковий ризик	Дюрація, волатильність ціни	Яким буде результат у стрес-сценарії?
Правовий ризик	Якість документації, можливість стягнення, регуляторні обмеження	Чи зрозумілий порядок захисту прав компанії?
Обліковий ефект	Класифікація за стандартами бухгалтерського обліку, справедлива вартість	Чи не створює інструмент небажаної волатильності прибутку?
Операційна спроможність	Наявність персоналу, процедур, ІТ-систем, контролю	Чи може компанія адмініструвати цей інструмент без надмірного ризику?

*запропоновано автором

Дохідність інструменту необхідно оцінювати з урахуванням усіх супутніх ризиків. Формальна ставка дохідності не є достатніми показниками для

прийняття рішення, оскільки реальна економічна вигода залежить від кредитного, валютного, ліквідного та операційного ризиків. Тому дохідність має розглядатися у поєднанні із ризиками.

Ліквідність і строковість є ключовими параметрами фінансової стійкості. Інструмент має забезпечувати можливість своєчасного виходу з позиції без суттєвого дисконту, а строки його погашення повинні відповідати календарю грошових потоків компанії. Порушення цієї відповідності може призвести до розриву ліквідності, навіть якщо сам інструмент є прибутковим.

Кредитний, валютний і ринковий ризики потребують окремого аналізу, оскільки вони безпосередньо впливають на стабільність фінансового результату. Зокрема, необхідно враховувати рейтинг емітента, якість забезпечення, наявність ковенантів, історію платежів, валюту активів і зобов'язань, дюрацію та волатильність ціни. Особливого значення набуває аналіз стрес-сценаріїв, які дозволяють оцінити можливі втрати за несприятливих ринкових умов.

Правовий ризик та обліковий ефект можуть істотно змінити реальну привабливість фінансового інструменту. Навіть економічно вигідна операція може бути недоцільною, якщо вона має недостатньо захищену юридичну конструкцію, складний порядок реалізації прав компанії або створює небажану волатильність фінансового результату через вимоги бухгалтерського обліку.

Операційна спроможність компанії є необхідною передумовою використання складних фінансових інструментів. Наявність персоналу, внутрішніх процедур, IT-систем і механізмів контролю визначає, чи здатна компанія адмініструвати відповідний інструмент без надмірного операційного ризику.

Отже, прийняття рішень щодо використання фінансових інструментів має ґрунтуватися на багатокритеріальному аналізі. Найбільш обґрунтованим є той інструмент, який одночасно відповідає стратегічним цілям підприємства,

забезпечує прийнятну дохідність, не погіршує ліквідність, має контрольований рівень ризику, відповідає правовим та обліковим вимогам і може бути ефективно адміністрований компанією.

Висновки до розділу 2

За результатами проведеного дослідження практичних аспектів управління інвестиціями на ринках капіталу сформовано наступні висновки:

1. Аналіз макроекономічних показників за 2015-2025 рр. свідчить про складні економічні умови, в яких доводилося працювати українському бізнесу в дане десятиліття.

2. Проведено аналіз фондового ринку України за 2015-2025 рр. та визначено, що: ринок акцій демонстрував поведінку, що значно відрізняється від тенденцій іноземних ринків акцій; капіталізація і роль фондового ринку в економіці України надзвичайно низька у порівнянні з іншими країнами світу; визначено суть та значення регуляторних обмежень імplementованих НБУ та НКЦПФР у 2022 році у зв'язку з повномасштабною агресією РФ проти України; визначено структуру та динаміку торгів на організованих ринках капіталу України за фондовими біржами та за фінансовими інструментами; визначено низхідну динаміку частки та надзвичайно низьку роль первинного ринку цінних паперів; визначено провідну роль ОВДП у структурі торгів на фондових біржах України; визначено суттєве стійке зростання інтересу до інвестування в ОВДП з боку фізичних і юридичних осіб; відзначено протилежні тенденції: занепад ринку акцій та бурхливе зростання ринку ОВДП.

3. Проведено аналіз іноземних організованих ринків капіталу, встановлено, що: акції, облігації та деривативи мають співмірні об'єми торгів; на глобальному ринку облігацій домінують США, Китай, країни ЄС та Японія;

найбільшу частину глобальної капіталізації ринку акцій займають США, і зі значним відставанням - країни ЄС, Японія, Індія, Велика Британія; за динамікою провідних фондових індексів у 2015-2025 рр. США значно випереджали всі інші найбільші ринки; найвищі оцінки доступності для іноземних інвесторів отримали фондові ринки розвинених країн Європи, Північної Америки, Азії, Австралії та Океанії; визначено, що найбільш привабливими для іноземних інвесторів є ринки США, країн ЄС, Великої Британії, Японії, Австралії та Канади.

4. Проведено аналіз фінансово-інвестиційної діяльності бізнес-структур агропромислового комплексу - компаній Кернел, МХП, Астарта та ІМК, встановлено, що: методично аналіз фінансово-інвестиційної діяльності бізнес-структур АПК повинен поєднувати п'ять взаємопов'язаних блоків: аналіз фінансових результатів, аналіз ліквідності та оборотного капіталу, аналіз структури капіталу, аналіз інвестиційної активності, аналіз ризиків; встановлено загальну тенденцію до зростання доходів та прибутків компаній та високу їх волатильність з року в рік; встановлено різну структуру доходів компаній: ІМК фокусується практично виключно на вирощуванні агрокультур, Кернел та Астарта значну частину врожаю переробляють у такі товари, як цукор, рослинну олію, продукти з сої, МХП понад половину доходу отримує від тваринництва та продуктів його переробки, а також від ведення бізнесу в інших країнах; встановлено, що різниця в бізнес-моделях компаній зберігається і щодо політик управління ліквідністю та здійснення інвестицій; встановлено, що сезонність є суттєвою характеристикою фінансових показників аграрних компаній, однак її інтенсивність істотно залежить від бізнес-моделі: найвища сезонність спостерігається у ІМК та Астарта, найменша - у МХП; найбільш характерним показником сезонності для аграрних компаній є операційний грошовий потік; встановлено, що компанії по-різному відносяться до інвестування у цінні папери: Кернел є єдиною компанією з вираженою системною політикою розміщення

значних вільних коштів у державні цінні папери України та США, МХП має значний грошовий ресурс, але не демонструє такого ж послідовного інвестування в цінні папери, Астарта інвестувала державні папери лише в малих обсягах, ІМК не здійснює інвестицій в цінні папери.

5. Запропоновано перелік напрямів використання організованих ринків капіталу бізнес-структурами АПК: залучення капіталу, підвищення інвестиційної привабливості, структуроване фінансування, розміщення ліквідності, управління ризиками.

6. Здійснено порівняння дохідності ОВДП із депозитами та встановлено, що дохідність ОВДП протягом 2015-2025 рр. завжди була привабливішою.

7. Здійснено порівняння короткострокових та довгострокових ОВДП протягом 2015-2025 рр., встановлено, що довгострокові ОВДП, як правило, пропонують вищу дохідність, але тимчасово можуть суттєво втрачати в ціні у випадку настання кризових ситуацій та зростання відсоткових ставок.

8. Проведено аналіз підходів до інвестування в цінні папери іноземних агропромислових компаній Bunge (США), Archer-Daniels-Midland Company (США), та Adecoagro (Аргентина), встановлено, що: у великих аграрних корпорацій не існує єдиної універсальної моделі інвестування у цінні папери, Bunge тяжіє до консервативної моделі короткострокового розміщення ліквідності у депозитні та боргові інструменти, ADM має мінімальний власний короткостроковий портфель цінних паперів та значні сегреговані активи та стратегічні інвестиції, а Adecoagro використовує короткострокові фінансові інструменти для створення резерву ліквідності та як засіб адаптації до складного макрофінансового середовища.

9. Запропоновано оцінку інвестиційних можливостей розбити на наступні етапи: визначення стратегічної потреби підприємства; ідентифікація

доступних ринкових інструментів; оцінка дохідності, ризику, ліквідності та строковості; порівняння з альтернативними напрямками розміщення коштів; перевірка відповідності інвестиційній політиці та лімітам; прийняття рішення про інвестування; постійний моніторинг результатів і ризиків.

10. Визначено науково-методичний підхід щодо каскадної класифікації доступної ліквідності бізнес-структури: операційна ліквідність, буфер оборотного капіталу, резерв обслуговування боргу; стратегічний резерв; інвестиційний портфель надлишкової ліквідності.

11. Сформовано науково-методичний підхід щодо оцінювання інвестиційних можливостей для агропромислової бізнес-структури за наступними критеріями: стратегічна відповідність, дохідність, ліквідність, строковість, кредитний ризик, валютний ризик, ринковий ризик, правовий ризик, обліковий ефект, операційна спроможність.

Результати дослідження опубліковані у таких наукових працях [23, 86, 102, 103, 104, 216].

РОЗДІЛ 3. СТРУКТУРОЛОГІЧНІ МОДЕЛІ ПРОЦЕДУР УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ

3.1 Організаційне забезпечення інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу

Інвестування у цінні папери в бізнес-структурі слід розглядати як управлінський процес, що створює спеціальний контур прийняття рішень, як правило, у межах фінансового менеджменту. На практиці таке інвестування може мати різні цілі: розміщення тимчасово вільної ліквідності, формування резерву під майбутні платежі, отримання процентного або дивідендного доходу, диверсифікація грошових потоків, захист від валютного чи процентного ризику, підтримка стратегічного партнерства, участь у корпоративному контролі тощо. Відповідно, управлінська проблема полягає не тільки у виборі між державними облігаціями, корпоративними облігаціями, акціями чи інвестиційними сертифікатами, а і у встановленні допустимої ролі інвестиційного портфеля у загальній бізнес-моделі підприємства.

Для нефінансової компанії портфель цінних паперів не повинен конкурувати з основною операційною діяльністю за управлінську увагу та капітал, якщо інше прямо не передбачено стратегією власників. Тому важливим завданням є усвідомлене структурування напрямків інвестицій у цінні папери: операційної ліквідності, резервної ліквідності та інвестиційного надлишку. Операційна ліквідність забезпечує щоденні платежі, резервна ліквідність покриває прогнозовані шоки або сезонні коливання, а інвестиційний надлишок може бути спрямований на фінансові інструменти з вищим строком, ризиком або складністю. Таке розмежування дає змогу уникнути ситуації, коли підприємство

вимушено продає портфель у несприятливий момент лише через те, що інвестиційний горизонт був сформований без урахування платіжного календаря.

З управлінської точки зору процес інвестування має бути описаний як ланцюг дій з визначеними входами, виходами, власником процесу, відповідальними виконавцями, контрольними точками та критеріями завершення. Вхідними даними є стратегія підприємства, бюджет, прогноз грошових потоків, ризик-апетит, доступні інструменти, обмеження законодавства, податкові наслідки, облікова політика та ринкова інформація. Виходами є затверджена інвестиційна політика, перелік дозволених інструментів, рішення про угоди, підтвердження виконання, записи бухгалтерського та депозитарного обліку, регулярна управлінська звітність і рішення щодо ребалансування.

У межах такого процесу цінний папір виступає не ізольованим об'єктом купівлі-продажу, а елементом керованого портфеля. Портфель має цільову дохідність, допустимий рівень ризику, структуру строків погашення, обмеження за емітентами, валютами, інструментами та посередниками. Власне управління інвестиційною діяльністю полягає у тому, щоб забезпечити відповідність кожної окремої угоди загальній політиці, а не навпаки. Якщо кожна угода пояснюється окремою ринковою можливістю, але не пов'язана з портфельним мандатом, підприємство швидко накопичує неконтрольований набір активів, який складно оцінювати, обліковувати і захищати перед власниками.

Організаційна форма процесу залежить від масштабу бізнес-структури. У великій групі функції можуть бути поділені між казначейством, інвестиційним підрозділом, ризик-менеджментом, комплаєнсом, бухгалтерією, юридичною службою та внутрішнім аудитом. У середній компанії ці ролі часто виконуються меншою кількістю посадових осіб, однак принцип розмежування повноважень зберігається: особа, яка ініціює угоду, не повинна одноосібно її затверджувати,

виконувати, відображати в обліку і контролювати після виконання. У малій компанії мінімальна модель може складатися з рішення власника або вищого органу, фінансового директора як власника процесу, бухгалтера як контролера обліку та зовнішнього ліцензованого посередника як каналу виконання.

Портфельне інвестування потребує також розуміння меж між управлінням власними коштами та професійною діяльністю на ринках капіталу. Для підприємства, що інвестує власні кошти, управлінський акцент має робитися на внутрішніх рішеннях та використанні ліцензованих інвестиційних фірм, депозитарних установ і банків. Якщо ж бізнес-структура надає інвестиційні послуги іншим особам, управляє активами клієнтів або організовує торгівлю, виникає інший регуляторний режим, який потребує ліцензії, спеціальних вимог до капіталу, персоналу, внутрішнього контролю та звітності. Тому в інвестиційній політиці доцільно прямо зазначити, що вона регулює розміщення власних коштів, якщо підприємство не має статусу професійного учасника ринків капіталу.

Цінність формалізації процесу полягає також у зниженні залежності від персональних рішень окремих менеджерів. За відсутності регламенту керівник може купувати папери за рекомендацією банку або брокера, не маючи незалежного аналізу ризику, порівняння альтернатив, узгодженого горизонту і механізму виходу. Натомість процесна модель переводить рішення у площину правил: хто має право ініціювати, які дані повинні бути надані, які ліміти перевіряються до угоди, які документи створюються, хто підтверджує виконання і як результат включається у звітність. Це наближує інвестування до стандартів керованого бізнес-процесу.

Важливо також визначити співвідношення інвестування у цінні папери з іншими фінансовими інструментами управління ліквідністю. Банківські депозити, поточні рахунки, валютні кошти, короткострокове кредитування пов'язаних компаній, деривативи для хеджування і цінні папери можуть

виконувати подібні функції, але мають різну ліквідність, ризик, регуляторний режим і облікове відображення. Тому управлінський процес має включати не тільки ринковий аналіз інструмента, а і порівняння з альтернативами, доступними підприємству з огляду на його податковий, валютний і корпоративний статус.

Загальна логіка реалізації процесу може бути описана як цикл: стратегічне рішення про допустиму роль портфеля; затвердження інвестиційної політики; формування портфельного мандата; відбір посередників і відкриття рахунків; аналіз та затвердження угод; виконання і розрахунки; облік та оцінка; моніторинг ризиків; звітність; перегляд політики. Цикл не завершується купівлею цінного папера, оскільки основні ризики часто виникають після угоди: зміна процентних ставок, погіршення кредитної якості емітента, зниження ліквідності, порушення ковенантів, зміна валютного курсу, податкові або регуляторні зміни. Саме тому процес інвестування є безперервною управлінською функцією (таблиця 3.1).

У межах даного дослідження організаційне забезпечення інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу пропонується визначати як впорядковану систему корпоративного управління, спеціалізованих функцій, внутрішніх політик, операційних процедур, контрольних механізмів та зовнішньої інфраструктурної взаємодії, яка забезпечує легітимне, контрольоване, економічно обґрунтоване та ризик-орієнтоване здійснення операцій із фінансовими інструментами на регульованих, організованих та інституційно оформлених ринках капіталу.

Таблиця 3.1

Відмінності між разовою фінансовою операцією та керованим процесом інвестування у цінні папери*

Критерій	Разова фінансова операція	Керований процес інвестування
Управлінська логіка	Рішення приймається під конкретну ринкову пропозицію або потребу тимчасового розміщення коштів	Рішення приймається в межах затвердженої політики, портфельного мандата, лімітів та контрольних процедур
Горизонт	Здебільшого короткостроковий, прив'язаний до однієї угоди	Визначається стратегічними, ліквідними та ризиковими цілями портфеля
Відповідальність	Сконцентрована у керівника або фінансового менеджера	Розподілена між ініціатором, затверджувачем, виконавцем, бухгалтерією, ризик-контролем і внутрішнім аудитом
Документи	Договір, платіж, підтвердження брокера або банку	Політика, регламент, інвестиційна записка, протокол, заявка на угоду, підтвердження, депозитарна виписка, звіт про ризики
Контроль	Переважно після факту, коли угоду вже виконано	Передугодний, угодний та післяугодний контроль із фіксацією відхилень і ескалацією
Оцінка результату	Порівняння фактичного доходу за конкретним папером	Портфельна дохідність, ризик, ліквідність, відповідність мандату, вплив на грошові потоки та фінансову звітність

*сформовано автором

Головна мета організаційного забезпечення інвестиційної діяльності полягає у тому, щоб забезпечити керованість інвестиційного процесу. Інвестиції завжди пов'язані з відстроченим результатом, невизначеністю, ризиком втрати капіталу, потребою в аналітичній оцінці та контролі. Тому бізнес-структура має не просто знаходити привабливі об'єкти інвестування, а створювати умови, за яких кожне інвестиційне рішення є економічно обґрунтованим, юридично коректним, фінансово забезпеченим і контрольованим. У практичному вимірі мета організаційного забезпечення полягає у досягненні таких результатів:

- узгодження інвестиційної діяльності зі стратегією підприємства;
- запобігання випадковим, ситуативним або надмірно ризиковим рішенням;
- забезпечення прозорого розподілу відповідальності;
- створення процедур контролю за використанням інвестиційних ресурсів;

- формування інформаційної бази для оцінювання ефективності інвестицій;
- забезпечення відповідності законодавству, внутрішнім політикам і вимогам власників;
- підвищення стійкості підприємства до фінансових, ринкових, операційних і правових ризиків.

Організаційне забезпечення інвестиційної діяльності повинно бути побудоване як трирівнева система, у якій кожен рівень відіграє свою специфічну роль і є тісно пов'язаним з іншими (рис. 3.1).

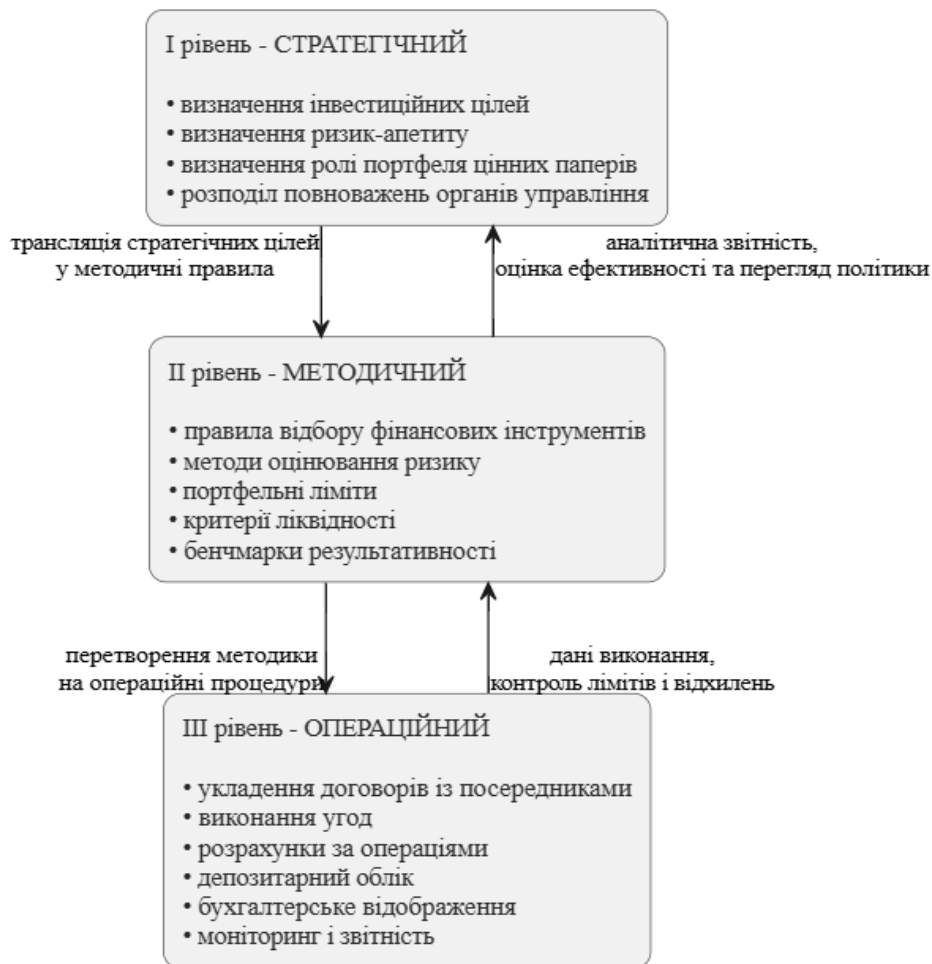


Рис 3.1. Трирівнева управлінська модель організаційного забезпечення інвестиційної діяльності*

*запропоновано автором

Стратегічний рівень управління задає цільову логіку інвестування: навіщо бізнес-структура формує портфель цінних паперів, який рівень ризику є прийнятним і хто ухвалює ключові рішення. На даному рівні формуються стратегічні обмеження: інвестиційні цілі, допустимий рівень ризику, горизонти інвестування, допустимі класи активів, вимоги до ліквідності й капіталу, які і визначають рамки та характер інвестиційної діяльності (таблиця 3.2).

Таблиця 3.2

Приклади стратегічних цілей та відповідної інвестиційної поведінки

Стратегічна мета	Приклади інвестиційної поведінки
Збереження капіталу	Вкладення у низькоризикові інструменти, депозити, державні цінні папери
Отримання додаткового доходу	Формування портфеля фінансових інструментів із помірним ризиком
Розширення бізнесу	Інвестування у стартапи, дочірні компанії, спільні підприємства
Диверсифікація	Розподіл вкладень між різними активами, галузями, валютами чи регіонами
Хеджування ризиків операційної діяльності	Придбання активів, що слабко або негативно корелюють із основним бізнесом компанії
Стратегічний контроль	Придбання корпоративних прав або часток у суміжних бізнесах

*сформовано автором

Методичний рівень управління забезпечує перехід від загальної стратегії до формалізованих правил: що можна купувати, як оцінювати ризик, яких лімітів дотримуватися і з чим порівнювати результат. На цьому рівні стратегічні орієнтири трансформуються в інвестиційну політику, ліміти, мандати, процедури прийняття рішень і правила контролю, а результати практичної інвестиційної діяльності у вигляді агрегованих аналітичних документів стають основою для змін у стратегії. Якщо стратегічний рівень відповідає на питання “навіщо інвестувати?”, то методичний рівень відповідає на питання “як саме оцінювати й відбирати інвестиційні варіанти?”. До методичного забезпечення належать:

- критерії прийнятності об'єктів інвестування;
- методи фінансового аналізу;
- порядок оцінювання ризику;
- система інвестиційних лімітів;
- правила диверсифікації;
- критерії ліквідності;
- вимоги до контрагентів;
- порядок проведення due diligence;
- моделі оцінювання ефективності;
- правила перегляду інвестиційного портфеля.

Операційний рівень управління забезпечує практичне виконання інвестиційних рішень, їх юридичне, розрахункове, депозитарне, бухгалтерське та контрольне супроводження. На даному рівні здійснюються аналіз, вибір інструментів, укладання угод, післяторгова обробка, облік, звірка, моніторинг ризиків і підготовка звітності. Операційний рівень включає вирішення таких практичних завдань:

- вибір і перевірку брокера, депозитарної установи, банку або іншого посередника;
- укладення договорів на брокерське, депозитарне, розрахункове чи інформаційне обслуговування;
- відкриття необхідних рахунків;
- аналіз та відбір конкретних цінних паперів;
- подання наказів на купівлю або продаж цінних паперів;
- контроль виконання угод;
- розрахунки за операціями;
- депозитарний облік прав на цінні папери;
- бухгалтерське відображення;

- податковий супровід;
- регулярний моніторинг портфеля;
- підготовку управлінської, фінансової та регуляторної звітності.

Недостатність розвитку будь-якого з рівнів процесу інвестування знижує якість усього процесу, до прикладу, стратегія без операційного регламенту не знаходить практичної реалізації, а операційна дисципліна без стратегії лише формалізує хаотичні рішення.

Організаційне забезпечення інвестиційної діяльності має багатокomпонентний характер (таблиця 3.3). Кожна складова виконує окрему функцію: організаційна структура визначає учасників процесу, регламенти - порядок дій, інформаційне забезпечення - аналітичну основу, контроль - захист від помилок і зловживань, а звітність - зворотний зв'язок для управління, тощо. Розглянемо кожен з компонентів детальніше.

Першим елементом є організаційна структура управління інвестиціями, яка визначає які органи управління, підрозділи та посадові особи беруть участь в інвестиційній діяльності та які ролі вони виконують. У великій організації із значним обсягом інвестиційної діяльності може існувати доволі велика кількість суб'єктів управління інвестиційною діяльністю (таблиця 3.4), у менших бізнес-структурах окремі суб'єкти можуть поєднувати декілька ролей.

Система розподілу повноважень та відповідальності визначає які рішення приймаються на якому рівні. Наприклад, невеликі короткострокові фінансові інвестиції можуть затверджуватися фінансовим директором, середні за обсягом - інвестиційним комітетом або правлінням, а значні стратегічні інвестиції - наглядовою радою чи власниками. Розподіл повноважень дозволяє знизити ймовірність ухвалення ситуативних інвестиційних рішень, що можуть призводити до непередбачуваних наслідків. Прикладами визначених елементів забезпечення розподілу повноважень можуть бути:

- фінансові пороги затвердження;
- ліміти за видами активів;
- ліміти за контрагентами;
- ліміти за строками;
- ліміти за валютами;
- порядок погодження винятків;
- відповідальність за порушення процедур.

Таблиця 3.3

Складові організаційного забезпечення інвестиційної діяльності, їх зміст та значення*

Складова	Зміст	Практичне значення
Організаційна структура	Визначення органів, підрозділів і посадових осіб, залучених до інвестування	Унеможливорює хаотичне ухвалення рішень і дублювання функцій
Розподіл повноважень	Встановлення, хто ініціює, аналізує, погоджує, затверджує й контролює інвестиції	Забезпечує персоніфіковану відповідальність
Регламенти і процедури	Формалізація порядку підготовки, оцінювання, затвердження та реалізації інвестиційних рішень	Перетворює інвестування з разових дій на керований процес
Операційна інфраструктура	Середовище, в якому відбувається практична реалізація інвестицій	Забезпечує практичну реалізацію інвестиційних рішень
Інформаційне забезпечення	Збір, передача, зберігання даних про ринки, активи, результати інвестування	Підвищує якість управлінських рішень
Аналітичне забезпечення	Аналіз даних про ринки, ризики, активи, контрагентів, результати інвестування	Забезпечує точність оцінки інвестиційних активів та економічного середовища
Ризик-менеджмент	Виявлення, оцінювання, лімітування та моніторинг інвестиційних ризиків	Захищає підприємство від надмірної концентрації ризику
Контроль і комплаєнс	Перевірка відповідності рішень політикам, законодавству, внутрішнім лімітам	Знижує правові, фінансові та репутаційні втрати
Кадрове забезпечення	Наявність компетентних фахівців або залучення професійних радників	Забезпечує професійність реалізації інвестиційного процесу та виконання операцій
Облік і звітність	Відображення інвестицій в управлінському, бухгалтерському та фінансовому обліку	Дає змогу оцінити фактичну ефективність вкладень

*сформовано автором

Таблиця 3.4

Суб'єкти управління та їх ролі в інвестиційній діяльності*

Суб'єкт управління	Основна роль в інвестиційній діяльності
Власники	Визначення загальних пріоритетів, затвердження значних правочинів, контроль стратегічних рішень
Наглядова рада	Затвердження інвестиційної політики, контроль ризиків, нагляд за менеджментом
Правління (виконавчий орган)	Організація виконання інвестиційної стратегії, ухвалення поточних рішень у межах повноважень
Інвестиційний комітет	Попередній розгляд інвестиційних пропозицій, оцінювання ризиків, рекомендації щодо затвердження
Фінансова служба	Аналіз ліквідності, джерел фінансування, дохідності та впливу на фінансовий стан
Аналітичний відділ	Аналіз фінансових інструментів та інвестиційного середовища
Юридична служба	Перевірка правових умов, договорів, обмежень, повноважень і відповідності законодавству
Ризик-менеджмент	Оцінювання ринкових, кредитних, ліквідних, операційних і правових ризиків
Бухгалтерія	Відображення операцій в обліку, підготовка фінансової інформації
Внутрішній аудит	Незалежна перевірка дотримання політик, процедур і контрольних вимог

*сформовано автором

Систему розподілу повноважень зручно описувати у вигляді RACI-матриці, що не тільки фіксує ключові бізнес процеси, але й формалізує спосіб участі всіх причетних у різних ролях для кожного з процесів (таблиця 3.5).

Таблиця 3.5

Типова RACI-матриця щодо бізнес-процесів у інвестиційній діяльності*

Етап або рішення	Responsible - виконує	Accountable - відповідає	Consulted або Informed - консультується або інформується
Формування інвестиційної політики	Фінансовий директор, ризик-менеджер, юрист	Наглядова рада, власники або виконавчий орган	Бухгалтерія, внутрішній аудит, зовнішні консультанти
Визначення ризик-апетиту та стратегічних лімітів	Фінансовий директор	Власники або наглядова рада	Казначейство, бухгалтерія, аудит
Підготовка інвестиційної ідеї	Казначейство або фінансовий аналітик	Фінансовий директор	Брокер, аналітики, ризик-менеджер
Перевірка правового статусу інструмента	Юридична служба	Керівник юридичної функції	Інвестиційний комітет, бухгалтерія
Оцінка ризиків і лімітів	Ризик-менеджер або фінансовий контролер	Інвестиційний комітет	Казначейство, бухгалтерія, директор
Погодження угоди	Інвестиційний комітет	Наглядова рада	Юрист, бухгалтерія, внутрішній аудит
Виконання угоди через посередника	Уповноважений фінансовий менеджер	Фінансовий директор	Банк, інвестиційна фірма, депозитарна установа
Оплата та розрахунки	Казначейство, бухгалтерія	Фінансовий директор	Банк, депозитарна установа, директор
Облік і переоцінка	Бухгалтерія	Головний бухгалтер	Фінансовий директор, аудитор, ризик-функція
Поточний моніторинг портфеля	Казначейство, ризик-функція	Фінансовий директор	Інвестиційний комітет, власники
Ребалансування або вихід з позиції	Фінансовий директор, казначейство	Інвестиційний комітет	Юрист, бухгалтерія, ризик-менеджер
Незалежна перевірка процесу	Внутрішній аудит	Наглядова рада, власники	Усі функції, залучені до процесу

*сформовано автором

Регламенти та процедури деталізують, як саме відбувається інвестиційний процес: від появи інвестиційної ідеї до контролю результатів. Організаційна модель повинна бути зафіксована у внутрішніх документах: положенні про

інвестиційну політику, положенні про інвестиційний комітет, матриці повноважень, процедурі укладання угод, процедурі розрахунків, процедурі обліку й переоцінки, положенні про управління ризиками та регламенті звітності. Без цього інвестиційний процес перетворюється на набір індивідуальних практик, які складно відтворити, перевірити й передати при зміні персоналу. Формалізація не означає бюрократизації; вона свідчить про те, що організація точно знає, хто, коли і на підставі яких критеріїв приймає рішення. Документальне забезпечення формує нормативну основу інвестиційного процесу всередині підприємства. Воно забезпечує повторюваність процедур, доказовість рішень, контроль виконання та можливість внутрішнього або зовнішнього аудиту. Типовий перелік внутрішніх документів наведено у таблиці 3.6.

Також важливо забезпечити наступність і безперервність процесу документування здійснених інвестиційних операцій. Інвестиційні портфелі часто існують довше, ніж конкретні менеджери, тому інформація про логіку придбання активів, початковий інвестиційний тезис, очікувані грошові потоки, ризики, умови виходу та історію переоцінок має зберігатися централізовано. Для цього доцільно використовувати реєстр інвестиційних позицій, у якому кожний актив має картку з основними параметрами, документами, відповідальними особами, рішеннями комітету, датами перегляду та статусом лімітів.

Операційна інфраструктура інвестування у цінні папери є практичним середовищем, у якому управлінське рішення перетворюється на юридично чинну, розраховану, обліковану і контрольовану операцію.

Таблиця 3.6

**Внутрішня документація щодо організації інвестиційної діяльності на
ринках капіталу***

Документ	Призначення
Інвестиційна стратегія	Визначає довгострокові цілі та пріоритети
Інвестиційна політика	Встановлює принципи, допустимі інструменти, ліміти й процедури
Положення про інвестиційний комітет	Регламентує склад, повноваження та порядок роботи комітету
Регламент підготовки інвестиційних пропозицій	Визначає вимоги до аналізу та обґрунтування рішень
Процедура реалізації інвестицій	Визначає та деталізує механізм реалізації інвестицій
Політика управління ризиками	Встановлює порядок ідентифікації, оцінювання та моніторингу ризиків
Лімітна політика	Визначає кількісні обмеження за активами, контрагентами, строками, валютами
Положення про звітність	Визначає форму, періодичність і адресатів інвестиційних звітів
Регламент взаємодії з посередниками	Визначає порядок вибору, перевірки й контролю брокерів, банків, депозитаріїв

*сформовано автором

Для бізнес-структури, яка не є професійним учасником ринку капіталу, операційна інфраструктура значною мірою ґрунтується на якісному виборі зовнішніх посередників і правильній організації внутрішнього документообігу.

Ключовими елементами операційної інфраструктури є:

- вибір професійного посередника;
- відкриття та адміністрування рахунків в цінних паперах, банківських рахунків для розрахунків, торговельних рахунків тощо;
- договірна база з інвестиційною фірмою, депозитарною установою, банком, консультантами, постачальниками інформаційних систем;
- порядок подання і підтвердження доручень на купівлю та продаж цінних паперів;

- розрахунки і реалізація принципу поставки проти платежу;
- реєстр інвестиційних замовлень та позицій;
- інтеграція з системою бухгалтерського обліку;
- інформаційна безпека;
- процес управління інцидентами;
- архів та доказова база.

Інформаційне забезпечення включає збір, перевірку, зберігання та систематизацію даних, необхідних для оцінювання інвестицій. Такими даними можуть бути, зокрема:

- дані емітентів, включно із їх фінансовою звітністю;
- ринкові дані, що надходять з організованих ринків капіталу;
- макроекономічні, галузеві, експертні, альтернативні дані.
- Інформаційне забезпечення має відповідати трьом вимогам:
 - достатність - інформації має бути достатньо для обґрунтованого рішення;
 - достовірність - джерела мають бути перевіреними;
 - своєчасність - дані мають бути актуальними на момент ухвалення рішення.

Важливою складовою інформаційно забезпечення є зовнішні та внутрішні інформаційні системи, що забезпечують надходження, зберігання та використання всієї необхідної інформації. Використання спеціалізованих інформаційно-аналітичних систем (термінали постачальників ринкових даних, біржові інформаційні системи, професійні бази даних) дозволяє суттєво підвищити швидкість та якість аналітичного опрацювання даних, але водночас висуває вимоги до стандартизації підходів, уніфікації методик розрахунку показників та захисту інформації. Важливим напрямом розвитку організаційних та аналітичних аспектів управління інвестиціями є цифровізація. Впровадження інтегрованих інформаційних систем класу ERP, систем управління казначейством (TMS), систем Business Intelligence та спеціалізованих модулів для моделювання

грошових потоків, оцінювання проєктів, оптимізації портфелів дозволяє автоматизувати значну частину рутинних операцій, підвищити точність розрахунків, забезпечити єдину прозору методику розрахунку ключових фінансових показників. З методологічної точки зору цифрові інструменти створюють підґрунтя для застосування більш складних аналітичних підходів - моделювання реальних опціонів, багатофакторних моделей дохідності, машинного навчання для прогнозування ринкових показників тощо.

Аналітичне забезпечення інвестування у цінні папери є мостом між інвестиційною стратегією та конкретною операцією. У бізнес-структурі аналітика має бути пропорційною масштабу операції: невелика купівля короткострокових державних облігацій не потребує тієї самої глибини, що придбання великого пакета корпоративних облігацій, акцій стратегічного партнера або іноземного біржового фонду. Проте навіть прості інструменти повинні проходити мінімальний контроль відповідності меті, ліквідності й ризику. Аналіз має здійснюватися у різних площинах, щоб забезпечити процес ухвалення інвестиційних рішень точною та актуальною інформацією (таблиця 3.7).

Ризик-менеджмент забезпечує ідентифікацію та компенсацію різноманітних ризиків, які пов'язані із інвестиційною діяльністю. Основні такі ризики перелічені у таблиці 3.8. В процесі управління інвестиційною діяльністю потрібно враховувати всі можливі ризики та мати стратегію їх компенсації.

Таблиця 3.7

Види аналізу в процесі здійснення інвестиційної діяльності на ринках капіталу*

Вид	Зміст
Макрофінансовий	Оцінка загальноринкових тенденцій, процентних ставок, інфляційних очікувань, валютних курсів, стану банківської системи, динаміки ринкових дохідностей, загального апетиту інвесторів до ризику, урахування воєнних, політичних, регуляторних та валютних обмежень, які можуть впливати на можливість придбання, продажу або репатріації коштів за окремими інструментами
Аналіз емітента	Для корпоративних облігацій та акцій - аналіз фінансової звітності, декларованих планів розвитку, боргового навантаження, прибутковості, структури власності, історії виконання зобов'язань, прозорості розкриття інформації та репутації менеджменту. Для державних паперів аналіз зміщується до суверенного ризику, валютної структури боргу, бюджетної позиції, монетарної політики та ліквідності вторинного ринку. Для іноземних інструментів додаються юрисдикційний, валютний, податковий і санкційний ризику
Портфельний	Інвестиційне рішення має оцінюватися не ізольовано, а через його внесок у загальний портфель. Навіть привабливий актив може бути небажаним, якщо він збільшує концентрацію на одному емітенті, валюті, секторі або строковому сегменті. І навпаки, інструмент із нижчою очікуваною дохідністю може бути корисним, якщо підвищує ліквідність або компенсує ризик
Сценарний	Оцінка того, що станеться з портфелем у разі реалізації певних реалістичних сценаріїв, наприклад, підвищення або зниження процентних ставок, девальвації, падіння ринкової ціни, зниження рейтингу емітента, дефолту, блокування ліквідності або необхідності терміново продати актив
Порівняння альтернатив	Порівняння з альтернативними способами використання коштів: банківський депозит, погашення кредиту, купівля іншого цінного паперу, інвестиції в оборотний капітал, капітальні інвестиції, виплата дивідендів, валютний резерв або збереження готівкової ліквідності

*сформовано автором

Таблиця 3.8

Ризики інвестиційної діяльності*

Вид ризику	Зміст
Ринковий ризик	Можливість втрат через зміну цін, ставок, курсів, вартості активів
Кредитний ризик	Ризик невиконання зобов'язань емітентом, позичальником або контрагентом
Ризик ліквідності	Неможливість швидко продати актив без істотної втрати вартості
Операційний ризик	Помилки персоналу, збої систем, недоліки процедур, шахрайство
Правовий ризик	Недійсність договорів, порушення регуляторних вимог, судові спори
Податковий ризик	Невизначеність або помилки в оподаткуванні інвестиційних операцій
Репутаційний ризик	Негативний вплив інвестиційних рішень на довіру до підприємства
Стратегічний ризик	Невідповідність інвестицій загальній бізнес-стратегії

*сформовано автором

Бухгалтерія та фінансовий контроль забезпечують коректне визнання, оцінку і розкриття операцій. До їхніх функцій належать перевірка первинних документів, відображення придбання, нарахування купону або дивідендів, переоцінка, облік курсових різниць, облік вибуття, підготовка даних для звітності та взаємодія з аудитором. Важливо, щоб бухгалтерія не лише “реєструвала” рішення, а й попередньо оцінювала, як конкретний інструмент вплине на фінансові показники. Наприклад, придбання активу, що оцінюється за справедливою вартістю через прибуток або збиток, може створити волатильність фінансового результату, що критично для визначення податкових зобов’язань, кредитних кovenантів або дивідендної політики.

Контроль та внутрішній аудит має періодично перевіряти дотримання інвестиційної політики, якість документування, відповідність фактичних операцій рішенням інвестиційного комітету, коректність лімітів, повноту звітності та ефективність реагування на порушення. Якщо підприємство невелике і не має внутрішнього аудиту, таку перевірку можна проводити у форматі щорічного незалежного огляду зовнішнім аудитором або консультантом. Сутність цієї функції полягає у тому, що система має оцінюватися не тими самими особами, які її щоденно використовують. Можемо виділити три види контролю (таблиця 3.9), які забезпечують повноту, своєчасність та безперервність здійснення контрольних процедур на всіх етапах інвестиційного процесу.

Таблиця 3.9

Види контролю та їх значення в управлінні інвестиційною діяльністю*

Вид контролю	Коли здійснюється	Основне призначення
Попередній контроль	До ухвалення рішення	Перевірка відповідності політиці, лімітам, бюджету, законодавству
Поточний контроль	Під час реалізації рішення	Контроль правильності виконання угод, платежів, документального оформлення
Наступний контроль	Після здійснення інвестиції	Оцінювання результативності, виявлення відхилень, аудит процедур

*сформовано автором

Інвестиційна діяльність вимагає спеціальних компетенцій. Навіть найкраща інвестиційна політика не працюватиме, якщо персонал не має належних знань у сфері фінансового аналізу, оцінювання ризиків, права, бухгалтерського обліку, оподаткування та роботи з фінансовими інструментами. Кадрове забезпечення може включати:

- визначення посадових обов'язків;
- добір кваліфікованих фахівців;
- навчання персоналу;
- уникнення конфлікту інтересів;
- оцінювання ефективності працівників;
- залучення зовнішніх консультантів, аудиторів, оцінювачів, юридичних радників.

Особливо важливо не допускати ситуації, коли одна особа одночасно ініціює інвестицію, аналізує її, затверджує, виконує платіж і контролює результат, оскільки така концентрація функцій може створювати значні ризики помилок та зловживань.

Отже, реалізація процесу інвестування у цінні папери у бізнес-структурі з позиції менеджменту має розглядатися як комплексна система управління, а не як сукупність окремих фінансових операцій. Її основою є поєднання стратегічного мандата, інвестиційної політики, організаційного розподілу ролей, аналітичного обґрунтування, контролю ризиків, операційної інфраструктури, обліку, звітності та постінвестиційного аналізу. Саме системність дозволяє підприємству використовувати можливості ринку капіталу без втрати контролю над ліквідністю, ризиками і відповідальністю. Ключовою умовою якості інвестиційного процесу є попереднє поєднання інвестиційної аналітики з перевіркою ліквідності, ризиків, юридичних аспектів, обліку і податків. Якщо ці елементи розглядаються після укладення угоди, компанія фактично втрачає

можливість запобігти помилці. Тому інвестиційний меморандум, ризик-висновок, юридична перевірка і попередня бухгалтерська оцінка повинні бути частиною процесу до прийняття рішення, а не формальним додатком після нього. На наше переконання, якісне організаційне забезпечення інвестиційної діяльності можна розпізнати за ознаками, переліченими у таблиці 3.10.

Таблиця 3.10

Ознаки якісного організаційного забезпечення*

Ознака	Сутність
Формалізованість	Основні правила закріплені у внутрішніх документах
Прозорість	Логіка організації інвестиційного процесу доступна для всіх його учасників
Узгодженість зі стратегією	Інвестиції відповідають загальним цілям підприємства
Контрольованість ризику	Ризики виявляються, оцінюються, лімітуються та моніторяться
Розмежування функцій	Ініціювання, затвердження, виконання й контроль не зосереджені в одних руках
Документованість	Рішення мають належне аналітичне та правове обґрунтування
Пропорційність	Масштаб організаційних заходів відповідає масштабу інвестиційної діяльності, витрати на організаційне забезпечення виправдані з точки зору очікуваних результатів
Адаптивність	Система переглядається з урахуванням змін ринку, законодавства та стратегії
Звітність	Керівництво отримує регулярну й змістовну інформацію про результати

*сформовано автором

Важливим аспектом організаційного забезпечення є необхідність дотримання пропорційності. Невелика компанія не повинна копіювати складні інституційні процедури великого холдингу, але вона не може діяти без письмових правил і документального підтвердження рішень. Велика компанія, навпаки, потребує централізованого контролю, консолідованих лімітів, незалежної ризик-

функції, внутрішнього аудиту і автоматизованої звітності. Отже, ефективність моделі залежить від її адаптації до масштабу, стратегії і ризик-профілю бізнесу.

3.2 Формування та впровадження системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу із урахуванням специфіки бізнес-структури

Система управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу є складовою сучасного фінансового менеджменту, спрямованою на раціональне використання тимчасово вільних коштів, підтримання ліквідності, збереження вартості капіталу та підвищення загальної ефективності використання фінансових ресурсів.

Організовані ринки капіталу створюють для підприємств можливість розміщувати надлишкову ліквідність у стандартизовані фінансові інструменти, однак сама наявність таких можливостей не означає автоматичної доцільності їх використання. Інвестиційна діяльність підприємства має бути підпорядкована його операційним потребам, фінансовій стійкості та здатності своєчасно виконувати зобов'язання перед постачальниками, працівниками, державним бюджетом, кредиторами та власниками. Особливе значення має розмежування між фактичним залишком коштів на рахунках і справді вільними коштами. У багатьох підприємств тимчасове накопичення грошових залишків може бути пов'язане не з надлишковою ліквідністю, а з особливостями сезонного циклу, відстроченими платежами, майбутніми закупівлями, податковими зобов'язаннями, виплатами за кредитами або плановими капітальними витратами. Якщо такі кошти помилково трактувати як інвестиційний ресурс, підприємство може зіткнутися з дефіцитом ліквідності, необхідністю

дострокового продажу фінансових інструментів, втратами від ринкової переоцінки або зростанням залежності від короткострокового фінансування. Тому створення системи управління інвестиційною діяльністю повинно починатися не з вибору фінансового інструменту чи затвердження інвестиційної політики, а з аналізу самого підприємства. Необхідно з'ясувати, якою є його бізнес-модель, наскільки прогнозованими є доходи, які витрати мають сезонний або нерівномірний характер, чи існують валютні зобов'язання, який мінімальний резерв ліквідності потрібен для безперервної діяльності, які управлінські органи мають ухвалювати інвестиційні рішення та який рівень ризику є прийнятним. Лише після цього можна визначати допустимий масштаб інвестування, інвестиційний горизонт, склад інструментів, систему лімітів і порядок контролю.

На нашу думку, при розробці системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу необхідно враховувати наступні чинники:

- масштаб діяльності;
- галузева специфіка;
- сезонність і ритмічність господарської діяльності;
- рівень диверсифікації бізнесу;
- стадія життєвого циклу;
- стратегічна орієнтація бізнесу;
- структура капіталу та рівень боргового навантаження;
- ризик-профіль бізнес-структури;
- фінансовий стан;
- розмір інвестиційної бази;
- наявність валютних ризиків.

Розглянемо детальніше кожен з чинників.

Масштаб діяльності бізнес-структури є одним із визначальних чинників, що впливає на характер, складність і організаційне забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу. Під масштабом діяльності слід розуміти не лише обсяг реалізації продукції чи послуг, а й величину активів, розмір власного капіталу, чисельність персоналу, кількість структурних підрозділів, географію присутності, обсяг вільних фінансових ресурсів і рівень інтеграції підприємства у фінансову систему. Масштаб підприємства впливає на складність інвестиційної архітектури та логіки інвестування (таблиця 3.11).

Таблиця 3.11

Масштаб діяльності підприємства та рекомендована модель інвестування*

Масштаб підприємства	Характеристика	Рекомендована модель інвестування
Невелике підприємство	Невеликі залишки коштів, обмежений фінансовий персонал	Не порушувати рівень мінімального резерву ліквідності; застосовувати прості інвестиційні стратегії; використовувати високоліквідні активи
Середнє підприємство	Регулярні залишки ліквідності, наявність фінансової служби	Співставляти календарі грошових потоків операційної діяльності та календар погашень цінних паперів; застосовувати ліміти на інструменти та класи активів; використовувати ліквідні та низькоризикові активи; вести регулярну управлінську звітність
Велике підприємство	Значні залишки коштів, декілька напрямів бізнесу, складні грошові потоки	Повноцінна інвестиційна політика, інвестиційний комітет, портфельна оптимізація, незалежний контроль

*сформовано автором

Для малих бізнес-структур інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу, як правило, має обмежений і допоміжний характер. Такі підприємства зазвичай не володіють значними обсягами вільного капіталу, а їхні фінансові ресурси переважно спрямовуються на підтримання поточної операційної

діяльності. Тому система управління інвестиціями для малого бізнесу повинна бути орієнтована на збереження капіталу, підтримання ліквідності та мінімізацію ризику. У таких умовах доцільним є використання інструментів із високою надійністю, зрозумілою структурою доходу та достатньою ринковою ліквідністю, а сама організація процесу інвестування має бути максимально спрощеною. Середні підприємства мають ширші можливості для формування інвестиційного портфеля на організованих ринках капіталу. Вони можуть поєднувати короткострокове розміщення тимчасово вільних коштів із середньостроковими інвестиціями в боргові або пайові фінансові інструменти. Для таких бізнес-структур важливо забезпечити баланс між дохідністю, ліквідністю та ризиком. Система управління інвестиційною діяльністю має містити чіткі правила вибору інструментів, ліміти на окремі види активів, процедури оцінювання ринкової вартості портфеля та механізми періодичного перегляду інвестиційної стратегії, що потребує залученості різного роду фахівців та відповідних витрат. Великі бізнес-структури, корпорації та холдинги можуть використовувати організовані ринки капіталу не лише для розміщення тимчасово вільних коштів, а й для реалізації стратегічних фінансових цілей. До таких цілей належать диверсифікація джерел доходу, управління надлишковою ліквідністю, участь у капіталі інших компаній, хеджування ризиків. Для великих підприємств характерною є потреба у формалізованій інвестиційній політиці, створенні інвестиційного комітету, запровадженні багаторівневої системи внутрішнього контролю, використанні методів портфельного аналізу, стрес-тестування та регулярного звітування перед власниками або наглядовими органами. Масштаб діяльності великої бізнес-структури має забезпечити доцільність існування і окупність складної системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу. Отже, масштаб діяльності визначає обсяг інвестиційних ресурсів, допустимий рівень складності фінансових інструментів,

потребу у професійному інвестиційному управлінні та ступінь формалізації внутрішніх процедур. Чим більшою є бізнес-структура, тим більш комплексною має бути система управління її інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу.

Галузева специфіка визначає економічну природу діяльності підприємства, характер його доходів, капіталомісткість, рівень технологічної залежності, регуляторні обмеження, чутливість до ринкової кон'юнктури та потребу в фінансових ресурсах. У контексті організованих ринків капіталу цей чинник має особливе значення, оскільки галузева належність бізнес-структури впливає як на її інвестиційні цілі, так і на вибір фінансових інструментів. Підприємства капіталомістких галузей - промисловості, енергетики, транспорту, будівництва, аграрного сектору - зазвичай мають значні потреби у реальних інвестиціях: модернізації обладнання, оновленні основних засобів, будівництві виробничої інфраструктури, технологічному переоснащенні. Для таких підприємств інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу повинна виконувати переважно допоміжну або стабілізаційну функцію. Її завданням може бути тимчасове розміщення коштів, накопичених для майбутніх капітальних вкладень, збереження їхньої вартості, отримання помірному доходу до моменту реалізації реального інвестиційного проєкту, а також управління ліквідністю. У галузях із високою інноваційною динамікою, таких як інформаційні технології, телекомунікації, фармацевтика, біотехнології або наукомістке виробництво, інвестиційна діяльність на ринках капіталу може бути тісно пов'язана з участю у високотехнологічних компаніях, інвестиційних фондах, венчурних інструментах або акціях підприємств суміжних секторів. У таких випадках система управління інвестиціями повинна враховувати підвищену волатильність ринкової вартості активів, невизначеність майбутніх доходів і потребу у спеціалізованому аналізі перспектив галузевого розвитку. Підприємства торгівлі та сфери послуг часто

мають швидший оборот капіталу, вищу залежність від споживчого попиту та значну потребу у підтриманні оборотних коштів. Для них інвестиції на організованих ринках капіталу мають бути достатньо ліквідними, оскільки надмірне вилучення коштів із господарського обороту може погіршити здатність підприємства своєчасно фінансувати закупівлі, маркетингові кампанії, логістику або сезонне розширення запасів. Фінансові установи мають особливу галузеву специфіку, оскільки операції з фінансовими інструментами часто є складовою їхньої основної діяльності. Таким чином, галузева специфіка визначає призначення інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу: для одних підприємств вона є інструментом збереження та тимчасового розміщення ресурсів, для інших - джерелом стратегічного розвитку, фінансової диверсифікації або можливістю компенсації операційних ризиків.

Сезонність і ритмічність господарської діяльності безпосередньо впливають на обсяг тимчасово вільних коштів, потребу в ліквідності, строки інвестування та структуру інвестиційного портфеля бізнес-структури. Під сезонністю слід розуміти нерівномірність доходів, витрат, виробництва або реалізації продукції протягом року. Ритмічність господарської діяльності характеризує стабільність і регулярність операційних процесів, передбачуваність грошових потоків і здатність підприємства планувати фінансові надходження та виплати. Для підприємств із вираженою сезонністю інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу має бути підпорядкована завданню синхронізації фінансових вкладень із операційними потребами. У періоди високих надходжень підприємство може мати надлишкову ліквідність, яка тимчасово не використовується в основній діяльності. Такі кошти можуть бути розміщені у високоліквідні фінансові інструменти з коротким строком обігу або можливістю швидкого продажу на вторинному ринку. У періоди низьких надходжень або підвищених витрат підприємство повинно мати можливість оперативно

конвертувати фінансові активи у грошові кошти без істотних втрат. Сезонність визначає також допустимий часовий горизонт інвестицій. Якщо підприємство має прогнозовані періоди майбутньої потреби у коштах, наприклад для закупівлі сировини, фінансування посівної кампанії, формування товарних запасів або виконання контрактних зобов'язань, інвестиційна система повинна передбачати чітку відповідність строків погашення або продажу фінансових інструментів строкам очікуваних витрат. У цьому контексті особливого значення набуває управління ліквідністю портфеля та уникнення вкладень у низьколіквідні або надмірно волатильні активи. Ритмічність діяльності впливає на здатність підприємства формувати стабільну інвестиційну політику. Бізнес-структури з рівномірними грошовими потоками можуть планувати регулярне інвестування, застосовувати довгострокові портфельні стратегії, поступово нарощувати фінансові активи та використовувати механізми реінвестування доходу. Натомість підприємства з нерівномірними грошовими потоками потребують більш гнучкої системи управління, яка дозволяє швидко змінювати обсяг інвестицій, коригувати структуру портфеля та підтримувати достатній резерв ліквідності. Для бізнес-структури із вираженою сезонністю доцільно формувати сезонний календар ліквідності, у якому відображаються:

- місяці найвищої виручки;
- місяці найнижчої виручки;
- періоди накопичення запасів;
- строки виплати податків;
- періоди високого фонду оплати праці;
- платежі за кредитами;
- планові капітальні витрати;
- сезонні закупівлі;
- очікувані касові розриви.

Якщо підприємство входить у період сезонного зниження виручки або сезонного зростання витрат, масштаб інвестування має бути зменшений. У такому разі основна ціль інвестиційної діяльності - не максимізація дохідності, а збереження ліквідності до моменту проходження сезонного піку витрат. Якщо підприємство перебуває у фазі сезонного накопичення коштів, можливе тимчасове розміщення частини надлишкової ліквідності у короткострокові інструменти з погашенням до очікуваного періоду витрат. В загальному випадку, чим нижча прогнозованість грошових потоків, тим нижчим має бути допустимий масштаб інвестування. Розглянемо три узагальнених режими грошових потоків та відповідну логіку інвестування (таблиця 3.12).

Таблиця 3.12

Характеристики грошових потоків та рекомендована логіка інвестування*

Режим грошових потоків	Ознаки	Рекомендована логіка інвестування
Висока волатильність	Значні коливання виручки, непередбачувані платежі, слабкий прогноз грошових потоків	Мінімальний масштаб інвестування, перевага ліквідності над дохідністю
Помірна волатильність	Прогнозовані основні платежі, але можливі відхилення	Обмежене інвестування у короткострокові та/або високоліквідні інструменти
Низька волатильність	Стабільна виручка, прогнозовані платежі, достатній резерв ліквідності	Можливе системне інвестування в межах затверджених лімітів

*сформовано автором

Отже, сезонність і ритмічність господарської діяльності визначають не лише момент здійснення інвестиційних операцій, а й вимоги до ліквідності, строковості, ризиковості та структури фінансових інструментів, що використовуються на організованих ринках капіталу. Для підприємства з високою волатильністю грошових потоків інвестиційна діяльність має виконувати

переважно казначейську функцію: тимчасове розміщення надлишкових коштів без втрати доступу до ліквідності. Бізнес-структурі із помірною волатильністю грошових потоків буде доцільно знаходити баланс між ліквідністю інвестицій та їх складністю. Для підприємства зі стабільними або добре прогнозованими грошовими потоками інвестування в різноманітні цінні папери може поступово набувати характеру окремого напрямку фінансового управління.

Рівень диверсифікації бізнесу характеризує ступінь розподілу діяльності підприємства між різними видами продукції, послугами, ринками, регіонами, клієнтськими групами або бізнес-напрямами. У системі управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу цей чинник визначає потребу в додатковій фінансовій диверсифікації, концентраційні обмеження та характер портфельної політики. Недиверсифіковані бізнес-структури, які залежать від одного основного продукту, одного ринку збуту або обмеженого кола споживачів, мають підвищену чутливість до галузевих і ринкових шоків. Для таких підприємств інвестиції на організованих ринках капіталу можуть виконувати компенсаторну функцію. Це означає, що інвестиційний портфель має формуватися так, щоб не дублювати ризики основної діяльності, а знижувати загальну вразливість бізнесу. Наприклад, підприємству, діяльність якого залежить від однієї галузі, недоцільно надмірно концентрувати фінансові інвестиції в цінних паперах компаній тієї самої галузі, оскільки це посилює сукупний ризик. Диверсифіковані бізнес-структури, навпаки, уже мають певний розподіл ризиків між різними напрямами діяльності. Для них інвестиційна діяльність на ринках капіталу може бути спрямована на оптимізацію загального портфеля активів, підтримання ліквідності, інвестування у стратегічно пов'язані галузі, придбання часток у компаніях-партнерах або використання фінансових інструментів для балансування ризиків. У таких структурах важливо координувати інвестиційні рішення на рівні корпоративного центру, щоб уникнути дублювання ризиків і

нераціонального розпорощення капіталу. Високий рівень диверсифікації бізнесу водночас підвищує складність управління інвестиційною діяльністю. Необхідним стає використання портфельного підходу, який передбачає аналіз кореляції між різними активами, оцінку внеску кожного інструмента у загальний ризик портфеля, встановлення лімітів за галузями, валютами, емітентами, країнами та класами активів. У межах організованих ринків капіталу це означає необхідність системного контролю за концентрацією вкладень і регулярного перегляду структури портфеля. Таким чином, рівень диверсифікації бізнесу визначає, чи повинна інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу виконувати переважно функцію зниження концентрації ризику, підтримання стратегічної експансії або оптимізації загального портфеля корпоративних активів.

Стадія життєвого циклу бізнес-структури визначає її інвестиційні потреби, фінансові можливості, схильність до ризику, часовий горизонт планування та характер використання організованих ринків капіталу. Залежно від того, перебуває підприємство на етапі створення, зростання, зрілості, спаду чи реструктуризації, змінюються як цілі інвестиційної діяльності, так і допустимі параметри ризику. На стадії створення підприємство зазвичай має обмежені фінансові ресурси, нестабільні доходи та високу невизначеність щодо майбутнього розвитку. У таких умовах інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу має бути мінімально ризиковою та підпорядкованою потребі збереження ліквідності. Основна частина ресурсів спрямовується на запуск операційної діяльності, формування матеріально-технічної бази, створення продукту та вихід на ринок. Тому фінансові інвестиції доцільно розглядати лише як механізм короткострокового розміщення тимчасово вільних коштів. На стадії зростання бізнес-структура активно розширює діяльність, збільшує обсяги продажів, нарощує виробничі потужності та формує ринкову позицію. Її потреба в капіталі є високою, а тому система управління інвестиційною діяльністю

повинна забезпечувати узгодження фінансових вкладень із потребами основного бізнесу. Інвестиції на організованих ринках капіталу можуть використовуватися для тимчасового розміщення коштів, формування резервів для майбутнього розширення, а також для вкладень у фінансові інструменти компаній, пов'язаних із перспективними ринками чи технологіями. Проте надмірне вилучення ресурсів із операційного обороту на цьому етапі може стримувати зростання підприємства. На стадії зрілості підприємство має стабільні грошові потоки, сформовану клієнтську базу, прогнозовану прибутковість і відносно стійку ринкову позицію. Саме на цьому етапі інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу може стати повноцінним елементом фінансової стратегії. Підприємство може формувати диверсифікований портфель фінансових активів, використовувати боргові та пайові інструменти, управляти надлишковою ліквідністю, хеджувати ризики та забезпечувати додаткові джерела доходу. На стадії спаду або реструктуризації інвестиційна діяльність повинна бути особливо обережною. Основними завданнями стають відновлення фінансової стійкості, збереження ліквідності, скорочення неефективних витрат і підтримання платоспроможності. У таких умовах інвестиції на організованих ринках капіталу не повинні мати спекулятивного характеру. Їхня головна функція - забезпечення фінансової гнучкості, збереження резервів і мінімізація втрат. Отже, стадія життєвого циклу визначає функціональне призначення інвестиційної діяльності: від збереження ліквідності на ранніх етапах до диверсифікації та стратегічного управління капіталом на стадії зрілості.

Стратегічна орієнтація бізнесу відображає довгострокову модель розвитку підприємства та визначає, які саме інвестиційні рішення на організованих ринках капіталу є доцільними. Інвестиційна діяльність не повинна існувати автономно від загальної стратегії бізнес-структури. Вона має бути інструментом реалізації стратегічних пріоритетів: зростання, стабілізації, інноваційного розвитку,

диверсифікації, міжнародної експансії або антикризового відновлення. Якщо бізнес-структура орієнтується на агресивне зростання, інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу може виконувати функцію накопичення ресурсів для розширення, участі у перспективних компаніях, придбання фінансових активів у суміжних секторах або підготовки до майбутніх корпоративних угод. У такій ситуації допустимим може бути вищий рівень ризику, але він має бути обґрунтованим стратегічними очікуваннями та фінансовими можливостями підприємства. За стратегії стабільного розвитку інвестиційна діяльність має бути спрямована на збереження капіталу, отримання помірному доходу, підтримання ліквідності та забезпечення фінансової стійкості. Для такої бізнес-структури доцільним є переважання інструментів із прогнозованою дохідністю та нижчою волатильністю. Головною метою стає не максимізація прибутку за будь-яку ціну, а підтримання збалансованого співвідношення між доходом і ризиком. Інноваційно орієнтовані підприємства можуть використовувати організовані ринки капіталу для інвестування у високотехнологічні компанії, індексні інструменти певних секторів, корпоративні цінні папери інноваційних емітентів або фонди, пов'язані з технологічним розвитком. Водночас така стратегія потребує підвищеної аналітичної спроможності, оскільки інноваційні активи часто характеризуються високою волатильністю, складністю оцінювання та значною залежністю від очікувань ринку. За стратегії міжнародної експансії особливого значення набуває валютна та географічна диверсифікація інвестиційного портфеля. Бізнес-структура може використовувати фінансові інструменти, номіновані в різних валютах, активи іноземних емітентів або інструменти, пов'язані з ринками майбутньої присутності. У цьому випадку інвестиційна діяльність підтримує не лише фінансові, а й стратегічні цілі міжнародного розвитку. Отже, стратегічна орієнтація бізнесу визначає інвестиційну філософію підприємства, рівень допустимого ризику, вибір класів

активів, часовий горизонт вкладень і критерії оцінювання результативності інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу.

Структура капіталу характеризує співвідношення між власними та позиковими джерелами фінансування діяльності бізнес-структури. Рівень боргового навантаження відображає міру залежності підприємства від кредиторів, обсяг зобов'язань, вартість їхнього обслуговування, строки погашення боргу та здатність генерувати достатні грошові потоки для виконання фінансових зобов'язань. У системі управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу цей чинник має принципове значення. Підприємства з високим рівнем боргового навантаження мають обмежену здатність до ризикових фінансових інвестицій. Значна частина їхніх грошових потоків спрямовується на обслуговування боргу, а отже, інвестиційна діяльність повинна бути підпорядкована завданню підтримання платоспроможності. У таких умовах система управління інвестиціями має встановлювати жорсткі обмеження щодо ризикових активів, низьколіквідних інструментів і вкладень із високою волатильністю. Пріоритет повинні мати інструменти, які забезпечують збереження капіталу, прогнозованість доходу та можливість швидкої реалізації. Крім того, високий рівень боргу підвищує чутливість підприємства до зміни процентних ставок. Якщо вартість залученого капіталу зростає, інвестиційна діяльність повинна забезпечувати дохідність, достатню для компенсації вартості фінансування. У протилежному випадку фінансові інвестиції можуть не створювати доданої вартості, а погіршувати загальний фінансовий результат. Саме тому система управління інвестиціями повинна враховувати середньозважену вартість капіталу, структуру зобов'язань і вплив інвестиційних рішень на фінансову стійкість. Підприємства з переважанням власного капіталу та низьким борговим навантаженням мають більшу інвестиційну гнучкість. Вони можуть формувати довгострокові портфелі фінансових активів, інвестувати у

більш волатильні інструменти, брати участь у стратегічних фінансових вкладеннях і використовувати організовані ринки капіталу як інструмент підвищення дохідності надлишкових ресурсів. Проте навіть за низького рівня боргу система управління інвестиціями повинна запобігати надмірній концентрації ризиків і нерациональному розміщенню капіталу. Отже, структура капіталу та боргове навантаження визначають фінансові межі інвестиційної активності, допустимий рівень ризику, потребу в ліквідності, критерії дохідності та здатність бізнес-структури використовувати організовані ринки капіталу без загрози для власної платоспроможності.

Ризик-профіль бізнес-структури є інтегральною характеристикою сукупності ризиків, які супроводжують її операційну, фінансову, інвестиційну та стратегічну діяльність. До таких ризиків належать операційний, ринковий, кредитний, ліквідний, валютний, процентний, галузевий, правовий, технологічний, репутаційний і стратегічний ризики. На організованих ринках капіталу ризик-профіль підприємства визначає допустиму структуру інвестиційного портфеля, межі використання окремих інструментів і вимоги до моніторингу ринкової позиції. Якщо основна діяльність підприємства вже характеризується високим рівнем ризику, інвестиційна діяльність не повинна додатково посилювати загальну нестабільність бізнесу. Наприклад, підприємство, доходи якого значною мірою залежать від коливань цін на сировину, валютного курсу або обмеженої кількості клієнтів, має формувати більш консервативний портфель фінансових активів. У такому випадку інвестиції на організованих ринках капіталу повинні виконувати стабілізаційну функцію: підтримувати ліквідність, забезпечувати резерви та знижувати залежність від основного ризикового джерела доходу. Підприємства з помірним або низьким ризик-профілем можуть дозволити собі активнішу інвестиційну політику, зокрема використання інструментів із вищою очікуваною дохідністю. Однак така

політика має супроводжуватися системним контролем ринкових ризиків. Для цього доцільно застосовувати ліміти на окремі класи активів, обмеження щодо емітентів, контроль строковості, оцінювання волатильності, аналіз чутливості портфеля та сценарне моделювання. На організованих ринках капіталу особливого значення набуває ринковий ризик, тобто ймовірність зміни вартості фінансових активів під впливом коливань цін, процентних ставок, валютних курсів або загальної ринкової кон'юнктури. Крім того, важливим є ризик ліквідності, який полягає у можливості неможливості швидкого продажу активу без значної втрати його вартості. Навіть якщо фінансовий інструмент формально допущений до біржового обігу, це не гарантує достатньої глибини ринку та стабільного попиту на нього. Таким чином, ризик-профіль бізнес-структури визначає, наскільки агресивною або консервативною має бути її інвестиційна політика на організованих ринках капіталу. Він також зумовлює потребу у впровадженні процедур ризик-менеджменту, стрес-тестування, диверсифікації, лімітування та регулярного контролю ефективності інвестиційних рішень.

Фінансовий стан бізнес-структури є базовою передумовою формування її інвестиційної спроможності. Він відображає рівень ліквідності, платоспроможності, рентабельності, фінансової стійкості, оборотності активів, достатності власного капіталу та здатності генерувати позитивні грошові потоки. У контексті організованих ринків капіталу фінансовий стан визначає, чи може підприємство здійснювати інвестиційні операції без шкоди для основної діяльності. Підприємство зі стійким фінансовим станом має можливість формувати довгострокову інвестиційну політику, використовувати різні класи фінансових інструментів, диверсифікувати портфель і витримувати тимчасові коливання ринкової вартості активів. Наявність стабільного прибутку та позитивних грошових потоків дозволяє підприємству не продавати фінансові активи у несприятливий момент, а отже, знижує ризик фіксації збитків через

тимчасову ринкову волатильність. Якщо фінансовий стан підприємства є нестабільним, інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу повинна бути суттєво обмеженою. Низька ліквідність, збитковість, прострочені зобов'язання, дефіцит оборотного капіталу або зниження платоспроможності свідчать про те, що першочерговим завданням є фінансова стабілізація. У таких умовах вкладення в ризикові фінансові інструменти можуть поглибити фінансові труднощі та створити загрозу втрати коштів, необхідних для операційної діяльності. Фінансовий стан також впливає на вибір критеріїв оцінювання інвестицій. Для фінансово стійких підприємств важливими можуть бути довгострокова дохідність, приріст капіталу, стратегічна синергія та портфельна диверсифікація. Для підприємств із проблемною ліквідністю головними критеріями мають бути надійність, короткий строк обігу, швидкість конвертації активу в грошові кошти та мінімальна волатильність. Отже, фінансовий стан визначає реальну здатність бізнес-структури брати участь в інвестиційних операціях на організованих ринках капіталу. Без попередньої діагностики фінансового стану інвестиційна діяльність може стати не інструментом розвитку, а джерелом додаткових ризиків.

Розмір інвестиційної бази характеризує обсяг фінансових ресурсів, які бізнес-структура може спрямувати на інвестиційну діяльність без порушення операційної стабільності, платоспроможності та стратегічних планів розвитку. Інвестиційна база може формуватися за рахунок нерозподіленого прибутку, амортизаційних відрахувань, резервних фондів, тимчасово вільних коштів, власного капіталу, залучених ресурсів або доходів від попередніх фінансових інвестицій. Невелика інвестиційна база обмежує можливості підприємства щодо диверсифікації портфеля на організованих ринках капіталу. За недостатнього обсягу ресурсів навіть незначні трансакційні витрати, біржові комісії, спреда між ціною купівлі та продажу, витрати на депозитарне обслуговування або

професійний аналіз можуть істотно знижувати фактичну дохідність інвестицій. Тому для підприємств із невеликою інвестиційною базою система управління має бути простою, економічно доцільною та орієнтованою на обмежену кількість зрозумілих і ліквідних інструментів. Значна інвестиційна база дає змогу формувати більш складний і диверсифікований портфель фінансових активів. Підприємство може розподіляти кошти між різними класами інструментів, строками погашення, валютами, емітентами, галузями та ринками. Це створює передумови для зниження концентраційного ризику та підвищення ефективності управління капіталом. Водночас великий обсяг інвестиційних ресурсів підвищує вимоги до системи контролю, оскільки помилки у розміщенні значних сум можуть мати істотні наслідки для фінансового результату підприємства. Розмір інвестиційної бази впливає також на можливість залучення професійних учасників ринку капіталу. За значного обсягу коштів доцільним може бути використання послуг інвестиційних радників, керуючих активами, брокерських компаній, аналітичних підрозділів або внутрішнього казначейства. За невеликої інвестиційної бази витрати на таке професійне супроводження можуть бути економічно невиправданими. Отже, розмір інвестиційної бази визначає масштаб інвестиційної діяльності, рівень диверсифікації, економічну доцільність використання складних інструментів, вимоги до професійного управління та потенційну ефективність операцій на організованих ринках капіталу.

Наявність валютних ризиків є важливим чинником для бізнес-структур, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, мають валютну виручку, імпортні витрати, кредити в іноземній валюті, контракти з іноземними постачальниками або інвестиційні плани, пов'язані із закупівлею обладнання та технологій за кордоном. Валютний ризик полягає у можливості зміни фінансового результату підприємства внаслідок коливань обмінних курсів. На організованих ринках капіталу валютні ризики впливають на вибір валюти інвестицій, структуру

портфеля, дохідність фінансових інструментів і фактичний результат інвестиційної діяльності у національній валюті. Інструмент, який демонструє позитивну дохідність у валюті номіналу, може принести нижчий або навіть негативний результат після перерахунку у валюту звітності підприємства. Тому система управління інвестиціями повинна оцінювати не лише номінальну дохідність активів, а й валютну переоцінку, курсові різниці та загальну валютну позицію бізнес-структури. Для підприємств із валютною виручкою інвестиції у фінансові інструменти, номіновані в іноземній валюті, можуть виконувати функцію природного хеджування. Якщо частина доходів і частина активів виражені в одній валюті, підприємство може зменшити ризик невідповідності між валютними надходженнями та майбутніми валютними витратами. Водночас надмірна концентрація активів в одній іноземній валюті може створити додатковий ризик у разі зміни курсової динаміки. Для підприємств, які мають валютні кредити, особливо важливим є узгодження валюти активів і зобов'язань. Якщо боргові зобов'язання номіновані в іноземній валюті, а доходи формуються переважно у національній валюті, девальвація може істотно збільшити боргове навантаження. У такій ситуації інвестиційна діяльність на організованих ринках капіталу повинна передбачати формування валютних резервів, використання інструментів хеджування або вибір активів, здатних частково компенсувати курсові втрати. Валютні ризики також потребують регулярного моніторингу макроекономічних умов, процентних ставок, платіжного балансу, інфляційних очікувань і політики центрального банку. Проте метою управління валютною експозицією має бути не спекулятивне отримання доходу від курсових коливань, а захист фінансової стійкості бізнес-структури та забезпечення передбачуваності інвестиційних результатів. Отже, наявність валютних ризиків зумовлює необхідність включення до системи управління інвестиційною діяльністю механізмів валютної диверсифікації, хеджування, лімітування відкритої валютної

позиції, оцінювання курсової чутливості портфеля та узгодження валюти активів із валютою майбутніх зобов'язань.

Усі перелічені чинники формують цілісну систему передумов, які визначають пріоритети управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу. Лише за умови врахування всіх чинників інвестиційна діяльність здатна забезпечувати не тільки додатковий фінансовий дохід, а й підвищення ліквідності, стійкості, конкурентоспроможності та довгострокової вартості бізнесу. Структурована інформація щодо зв'язків між чинниками і пріоритетами управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу наведено у додатку Д.

Врахування особливостей бізнес-структури при плануванні інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу створює добре підґрунтя для планування впровадження самого процесу інвестування.

Впровадження системи інвестування на підприємстві доцільно розглядати як послідовну систему організаційних, методичних, інфраструктурних і контрольних заходів, спрямованих на формування сталого механізму прийняття, реалізації та моніторингу інвестиційних рішень. Такий процес не обмежується формальним затвердженням інвестиційних документів або безпосереднім придбанням інвестиційних активів. Він охоплює попередню діагностику фінансово-економічного стану підприємства, визначення управлінських повноважень, формалізацію політики і процедур, створення необхідної інфраструктури, підготовку персоналу, апробацію інвестиційного механізму в пілотному режимі, подальше масштабування та незалежну оцінку результатів

Запропонована дорожня карта (рис. 3.2) має поетапний характер, що забезпечує логічну узгодженість управлінських дій, знижує ризик необґрунтованого інвестування та створює передумови для інтеграції інвестиційної діяльності у загальну систему корпоративного управління

підприємством. Також доцільно детально розпланувати тривалість кожного етапу і його складових, врахувати взаємозалежності та деталізувати дорожню карту у вигляді діаграми Ганта (додаток Г). Розглянемо детальніше суть кожного з етапів впровадження процесу інвестування у цінні папери у бізнес-структурі.



Рис. 3.2. Дорожня карта впровадження інвестиційного процесу*

*запропоновано автором

Діагностика передбачає комплексне оцінювання вихідних умов, у яких перебуває підприємство на момент започаткування або трансформації інвестиційного процесу. Його основною метою є виявлення фактичного рівня

готовності підприємства до здійснення системної інвестиційної діяльності, а також визначення внутрішніх обмежень, ресурсних можливостей і потенційних ризиків. У межах цього етапу здійснюється аналіз наявної системи управління інвестиціями, включаючи процедури ухвалення рішень, рівень формалізації інвестиційної політики, наявність відповідальних структурних підрозділів або посадових осіб, практику контролю за інвестиційними операціями та якість управлінської звітності. Важливою складовою діагностики є оцінювання ресурсної бази підприємства. До неї належать фінансові ресурси, кадровий потенціал, інформаційно-аналітичне забезпечення, організаційні компетенції, доступ до зовнішнього фінансування, а також можливість використання професійних посередників. Аналізуються також обмеження, що можуть впливати на інвестиційну діяльність: недостатність ліквідності, високе боргове навантаження, відсутність досвіду роботи з фінансовими інструментами, слабкість внутрішнього контролю або нерозвиненість системи управління ризиками. Результатом першого етапу є формування діагностичного звіту, у якому систематизуються висновки щодо поточного стану підприємства, його інвестиційного потенціалу, проблемних зон і першочергових напрямів удосконалення. Такий звіт виконує функцію аналітичної основи для подальшого формування управлінського мандата та розроблення інвестиційної політики.

Другий етап, формування управлінського мандата, спрямований на створення організаційно-управлінських передумов для впровадження інвестиційного процесу. Його сутність полягає у визначенні цілей інвестиційної діяльності, відповідальних осіб, центрів прийняття рішень, меж повноважень і процедур підзвітності. Формування управлінського мандата є необхідною умовою інституціоналізації інвестиційного процесу. Без чітко визначеного мандата інвестиційна діяльність може мати фрагментарний характер, залежати від ситуативних управлінських рішень і не бути належним чином узгодженою із

загальною стратегією підприємства. Саме тому на цьому етапі встановлюється, хто має право ініціювати інвестиційні пропозиції, хто здійснює їх попередню експертизу, хто ухвалює остаточні рішення, а хто відповідає за контроль виконання. Управлінський мандат повинен містити визначення стратегічних і тактичних цілей інвестування. До таких цілей можуть належати збереження вартості капіталу, забезпечення додаткової дохідності, диверсифікація джерел доходу, підтримання ліквідності, фінансування розвитку підприємства або формування резервного інвестиційного портфеля. Водночас цілі мають бути узгоджені з висновками діагностичного звіту, зокрема, щодо фінансового стану підприємства, галузевої специфіки та довгострокових пріоритетів розвитку. Окремим завданням є встановлення системи повноважень і відповідальності. Зокрема, визначаються функції власників, наглядових органів, виконавчого менеджменту, фінансових підрозділів, інвестиційного комітету, ризик-менеджменту та внутрішнього аудиту. Важливим є запобігання концентрації повноважень в одній управлінській ланці, оскільки це може підвищувати операційні та агентські ризики. Підсумком цього етапу є затверджений управлінський мандат (зразок наведено у додатку Е), який фіксує організаційну архітектуру інвестиційного процесу, межі прийняття рішень, порядок ескалації питань і систему відповідальності учасників.

Розробка політики і процедур передбачає формалізацію основних правил здійснення інвестиційної діяльності. Її центральним результатом має стати розроблення інвестиційної політики та пов'язаних із нею процедур відбору, оцінювання, затвердження, реалізації, моніторингу і перегляду інвестиційних рішень. Інвестиційна політика є базовим внутрішнім документом, який визначає принципи, цілі, обмеження та допустимі напрями інвестування. Вона має забезпечувати зв'язок між стратегічними цілями підприємства і практичними управлінськими діями у сфері інвестицій. У політиці доцільно закріпити

допустимі класи активів, рівень прийняттого ризику, критерії ліквідності, вимоги до диверсифікації, правила встановлення лімітів, підходи до оцінювання ефективності та порядок перегляду інвестиційного портфеля. Процедурна частина цього етапу охоплює регламентацію всіх ключових операцій. Зокрема, визначаються вимоги до підготовки інвестиційних пропозицій, порядок проведення фінансового аналізу, критерії відбору інструментів або проєктів, методи оцінювання очікуваної дохідності, ризику, строку окупності, ліквідності та відповідності стратегічним цілям підприємства. Важливе значення має також розроблення процедур контролю і звітності. Вони повинні забезпечувати регулярне порівняння фактичних результатів із плановими показниками, виявлення відхилень, оцінювання причин таких відхилень і підготовку управлінських рішень щодо коригування інвестиційної політики або структури портфеля. Окремо мають бути визначені правила документування рішень, зберігання інформації та формування звітів для керівництва або власників. Для невеликої компанії ці процедури можуть бути об'єднані в один документ, але логіка процесу має залишатися повною. Документи повинні бути написані практичною мовою, щоб ними могли користуватися всі дотичні працівники. Завершення цього етапу означає, що підприємство переходить від загальних намірів щодо інвестиційної діяльності до формалізованої системи правил, яка може бути використана в практичному управлінні. Результатом є затверджена інвестиційна політика та комплект процедур, що забезпечують прозорість, послідовність і контрольованість інвестиційного процесу.

Четвертий етап, вибір інфраструктури і посередників, пов'язаний із формуванням зовнішнього організаційно-технічного забезпечення інвестиційного процесу. Його метою є створення такої інфраструктури, яка дозволить підприємству ефективно здійснювати інвестиційні операції, отримувати релевантну аналітичну інформацію, вести облік, забезпечувати

звітність і дотримуватися вимог внутрішнього та зовнішнього контролю. На цьому етапі здійснюється вибір інформаційно-аналітичних систем, за допомогою яких підприємство може отримувати дані про ринкову кон'юнктуру, фінансові інструменти, дохідність, ризики, ліквідність і динаміку портфеля. Якість інформаційної інфраструктури має принципове значення, оскільки інвестиційні рішення залежать від своєчасності, повноти й достовірності аналітичної інформації. Окремим напрямом є вибір зовнішніх професійних посередників. До них можуть належати банки, брокерські компанії, депозитарні установи, юридичні консультанти, інвестиційні радники та інші суб'єкти, які забезпечують організаційний, операційний або консультаційний супровід інвестиційної діяльності. Вибір таких контрагентів має здійснюватися на основі чітких критеріїв: репутації, надійності, вартості послуг, якості сервісу, технологічної спроможності, регуляторної відповідності та досвіду роботи з корпоративними клієнтами. На цьому етапі бажано провести порівняння кількох посередників, перевірити їхній статус, комісії, документообіг, швидкість виконання замовлень, доступ до інструментів і якість підтримки. Ще однією важливою складовою цього етапу є налаштування системи обліку, звітності та комплаєнс-контролю. Інвестиційна діяльність повинна бути інтегрована у фінансовий і управлінський облік підприємства, що дозволяє коректно відображати операції, оцінювати фінансовий результат, контролювати ліміти та забезпечувати належний рівень прозорості. Комплаєнс-контроль має гарантувати відповідність інвестиційних операцій внутрішнім політикам, законодавчим вимогам і затвердженим управлінським рішенням. Підсумком четвертого етапу є готовність інформаційної інфраструктури до практичного використання. Це означає, що підприємство має необхідні технічні, інформаційні, облікові та контрагентські умови для переходу до навчання персоналу, тестування процедур і подальшого пілотного запуску.

Навчання і тестування спрямоване на підготовку персоналу та перевірку працездатності створеної системи до початку фактичного інвестування. Важливість даного етапу полягає в тому, що навіть якісно розроблена політика та належна інфраструктура не забезпечують ефективного результату без відповідних компетенцій учасників процесу та попереднього тестування процедур. У межах навчання здійснюється ознайомлення членів інвестиційного комітету, відповідальних працівників та інших залучених осіб із цілями інвестиційного процесу, положеннями інвестиційної політики, критеріями оцінювання активів, правилами управління ризиками, процедурами підготовки рішень, вимогами до звітності та порядком внутрішнього контролю. Навчання має бути не лише інформаційним, а й прикладним, тобто орієнтованим на формування практичних навичок аналізу, документування та супроводу інвестиційних рішень. Тестування процедур передбачає моделювання типових управлінських ситуацій. Наприклад, можуть перевірятися порядок підготовки інвестиційної пропозиції, процедура її розгляду інвестиційним комітетом, застосування лімітів, формування висновку щодо ризиків, погодження операції, відображення її в обліку та підготовка звіту для керівництва. Такий підхід дозволяє виявити процедурні неузгодженості, дублювання функцій, надмірну складність документообігу або недостатню визначеність відповідальності. Окремо тестуються інформаційні та облікові інструменти, перевіряється коректність обробки даних, надійність каналів комунікації із зовнішніми посередниками, відповідність форм звітності потребам менеджменту, а також можливість оперативного контролю за ризиком, дохідністю і ліквідністю. Після цього можна виконати тестовий запуск процесу без реальної угоди: підготувати меморандум, перевірити ліміти, провести засідання інвестиційного комітету, оформити доручення, змоделювати облік і звітність, тощо. Результатом етапу є підтвердження готовності системи до пілотного запуску. У разі виявлення

недоліків здійснюється їх коригування до початку фактичного формування інвестиційного портфеля. Таким чином, навчання і тестування виконують функцію проміжного запобіжника, який знижує ймовірність організаційних та операційних помилок на наступних етапах.

Шостий етап передбачає практичну апробацію інвестиційного процесу шляхом формування обмеженого за масштабом пілотного інвестиційного портфеля. Його мета полягає у перевірці ефективності розробленої політики, процедур, інфраструктури, системи контролю та взаємодії учасників у реальних або наближених до реальних умовах. Пілотний портфель доцільно формувати з урахуванням консервативних параметрів ризику, обмеженого обсягу капіталу та чітко визначених критеріїв успішності. На цьому етапі підприємство не повинно орієнтуватися виключно на максимізацію дохідності. Значно важливішим є перевірка того, наскільки ефективно працює вся система: від підготовки інвестиційної пропозиції до моніторингу результатів і формування звітності. У межах пілотного портфеля здійснюються перші інвестиційні операції відповідно до затверджених процедур. Перевіряється якість аналітичного обґрунтування, швидкість проходження рішень, здатність відповідальних осіб дотримуватися встановлених лімітів, коректність взаємодії із зовнішніми посередниками, своєчасність облікового відображення операцій і повнота контрольних заходів. Після завершення пілотного циклу проводиться оцінювання його результатів. Аналізуються не лише фінансові показники портфеля, а й організаційна ефективність процесу. Зокрема, досліджується, чи були зрозумілими процедури, чи не виникало надмірних затримок у прийнятті рішень, чи були достатніми наявні інформаційні ресурси, чи відповідала звітність потребам управління, а також чи були належним чином ідентифіковані та проконтрольовані ризики. Підсумком цього етапу є висновок щодо готовності підприємства до переходу від пілотного режиму до повномасштабного інвестиційного процесу. У разі потреби

за результатами пілоту вносяться зміни до інвестиційної політики, процедур, лімітів, організаційної структури або інвестиційної інфраструктури.

Сьомий етап, масштабування і портфельна оптимізація, передбачає перехід від обмеженого пілотного режиму до повномасштабного функціонування інвестиційного процесу. Його зміст полягає у поступовому збільшенні обсягу інвестиційного портфеля, розширенні набору інвестиційних інструментів, підвищенні рівня диверсифікації та оптимізації співвідношення між дохідністю, ризиком і ліквідністю. Масштабування має здійснюватися поступово, з урахуванням результатів пілотного етапу та фактичної спроможності підприємства управляти більшим або різноманітнішим обсягом активів. Надмірно швидке нарощування портфеля може призвести до зростання ризиків, ускладнення контролю та перевантаження управлінських процедур. Тому масштабування повинно супроводжуватися постійним моніторингом відповідності фактичних параметрів портфеля встановленим лімітам і стратегічним орієнтирам. Портфельна оптимізація передбачає вдосконалення структури активів з погляду дохідності, ризику, строковості, ліквідності, галузевої або інструментальної диверсифікації. На цьому етапі підприємство може застосовувати більш складні методи аналізу, зокрема сценарне моделювання, стрес-тестування, оцінювання чутливості портфеля до зміни ринкових параметрів, аналіз кореляцій між активами та порівняння фактичної ефективності з цільовими орієнтирами. Після успішного пілоту підприємство може розширювати обсяг портфеля, вводити додаткові інструменти, деталізувати ліміти, автоматизувати певні операції, підключати нові інформаційні джерела, підвищувати частоту звітності, створювати окремий інвестиційний підрозділ тощо. Особливу роль відіграє система регулярного моніторингу. Вона має забезпечувати оперативне отримання інформації про ринкову вартість активів, рівень дохідності, ризикові відхилення, ліквідність, дотримання лімітів і

відповідність портфеля інвестиційній політиці. За результатами моніторингу можуть ухвалюватися рішення щодо ребалансування портфеля, зміни інвестиційних інструментів, перегляду лімітів або оновлення тактичних орієнтирів. Результатом сьомого етапу є переведення інвестиційного портфеля у повномасштабний режим функціонування. Це означає, що інвестиційна діяльність стає регулярним, формалізованим і контрольованим елементом фінансового управління підприємством.

Восьмий етап, незалежна перевірка і вдосконалення інвестиційного процесу, завершує первинний цикл впровадження даного процесу та водночас формує основу для його подальшого розвитку. Його метою є незалежне оцінювання ефективності, надійності та відповідності інвестиційного процесу затвердженим політикам, внутрішнім процедурам, управлінським цілям і вимогам контролю. Незалежна перевірка може здійснюватися внутрішнім аудитом, зовнішніми консультантами, аудиторськими структурами або спеціально уповноваженими органами корпоративного управління. Її предметом є не лише фінансовий результат інвестиційної діяльності, а й якість управлінської системи загалом. Зокрема, перевіряється обґрунтованість інвестиційних рішень, дотримання процедур, повнота документального супроводу, ефективність системи ризик-менеджменту, своєчасність звітності та відповідність фактичних операцій затвердженому мандату. Оцінювання ефективності має бути багатовимірним. Воно повинно враховувати фінансові показники, рівень ризику, стабільність доходів, ліквідність портфеля, витрати на управління, якість внутрішнього контролю та рівень організаційної зрілості інвестиційного процесу. Такий підхід дозволяє уникнути однобічного трактування ефективності лише через показник дохідності. За результатами незалежної перевірки формуються рекомендації щодо вдосконалення інвестиційної політики, процедур, організаційної структури, системи лімітів, звітності, комплаєнс-контролю та

методів оцінювання ризику. У разі необхідності здійснюється оновлення внутрішніх документів, уточнення повноважень, перегляд критеріїв відбору активів або зміна підходів до управління портфелем. Завершення цього етапу не означає припинення роботи над інвестиційним процесом. Навпаки, незалежна перевірка і вдосконалення переводять систему у режим безперервного розвитку. Інвестиційний процес має регулярно адаптуватися до змін ринкового середовища, фінансового стану підприємства, стратегічних пріоритетів, регуляторних вимог і накопиченого управлінського досвіду.

Отже, дорожня карта впровадження інвестиційного процесу є послідовною моделлю переходу підприємства від початкової діагностики до повноцінного функціонування системи інвестиційного управління. Її логіка ґрунтується на поступовому нарощуванні організаційної, методичної та інфраструктурної готовності підприємства. На першому етапі формується аналітична база для прийняття подальших рішень. На другому - створюється управлінський мандат і визначаються відповідальні суб'єкти. На третьому - розробляються політика і процедури, які забезпечують нормативну визначеність інвестиційної діяльності. На четвертому - формується інфраструктура та обираються зовнішні посередники. На п'ятому - здійснюється підготовка персоналу і тестування системи. На шостому - проводиться практична апробація у форматі пілотного портфеля. На сьомому - відбувається масштабування та оптимізація портфеля. На восьмому - забезпечується незалежна перевірка і подальше вдосконалення процесу. У такій послідовності інвестиційний процес набуває ознак системності, прозорості, контрольованості та стратегічної узгодженості. Це дозволяє підприємству знизити рівень управлінської невизначеності, підвищити якість інвестиційних рішень і забезпечити ефективне використання фінансових ресурсів у довгостроковій перспективі.

3.3 Формування портфелю цінних паперів з урахуванням особливостей бізнес-структури

Формування портфеля цінних паперів бізнес-структури є складовою системи управління інвестиційною діяльністю, у межах якої фінансові ресурси підприємства трансформуються у набір ринкових інструментів з визначеними характеристиками дохідності, ризику, ліквідності, строковості, валютної структури та відповідності стратегічним цілям. На відміну від портфеля приватного інвестора або інвестиційного фонду, корпоративний портфель цінних паперів не може розглядатися лише як сукупність активів, що максимізують очікувану дохідність за певного рівня ризику. Для бізнес-структури портфель є елементом ширшої фінансової архітектури: він пов'язаний із операційним грошовим потоком, борговим календарем, потребами в оборотному капіталі, інвестиційною програмою, політикою ліквідності, валютною позицією, вимогами бухгалтерського обліку та корпоративного управління. Саме тому оптимальність такого портфелю повинна визначатися не абстрактним максимумом ринкової ефективності, а відповідністю інвестиційній стратегії підприємства.

Оптимальний портфель цінних паперів бізнес-структури слід визначити як стратегічно узгоджену, диверсифіковану та контрольовану сукупність фінансових інструментів, яка забезпечує найкраще досягне співвідношення очікуваної дохідності, ризику, ліквідності та стійкості грошових потоків за наявних ринкових, регуляторних, облікових і внутрішньокорпоративних обмежень. Таке визначення зміщує акцент із суто математичної задачі максимізації дохідності на управлінську задачу узгодження портфельного рішення з інвестиційними пріоритетами бізнес-структури.

Передумовою якісного формування портфеля є чітке розмежування інвестиційної діяльності на дві взаємопов'язані складові: а) інвестиції в реальні

активи (капітальні інвестиції, прямі інвестиції) та б) фінансові інвестиції в цінні папери і похідні інструменти. Між цими складовими існує конкуренція за капітал: будь-яка гривня, вкладені в портфель цінних паперів, потенційно можуть бути спрямовані на модернізацію виробництва, розширення ринку, зниження боргу або виплату дивідендів. Відповідно, формування портфеля цінних паперів має починатися з відповіді на фундаментальне питання: яку частку ресурсів організація повинна тримати у ліквідних фінансових активах (резерв ліквідності), яку - інвестувати у помірно ризикові інструменти з метою отримання додаткової доходності, яку - на досягнення інших специфічних цілей, наприклад, хеджування, і яку - спрямувати у стратегічні довгострокові вкладення в реальний бізнес. Саме це визначає інвестиційну стратегію, на базі якої будується портфель.

Визначення обсягу коштів, які бізнес-структура може спрямувати у фінансові інвестиції, є важливим завданням фінансового менеджменту. Йдеться не лише про встановлення суми тимчасово вільних грошових ресурсів, а про обґрунтовану оцінку фінансової спроможності підприємства інвестувати без загрози для операційної діяльності, платоспроможності, ліквідності, виконання боргових зобов'язань і реалізації стратегічних проєктів. Кошти підприємства доцільно поділити на чотири групи:

- операційний резерв - ресурси, потрібні для безперервного функціонування основної діяльності;
- резерв фінансової безпеки - фінансовий запас для покриття непередбачених відтоків, затримок надходжень, валютних коливань або кризових ситуацій;
- проєктний резерв - цільовий резерв коштів, що призначений для реалізації конкретних інвестиційних проєктів в майбутньому;
- стратегічний резерв - надлишок фінансових ресурсів, який може бути розміщений у фінансові інструменти без порушення стабільності бізнесу.

Операційний резерв забезпечує безперервність основної діяльності підприємства. Його розмір залежить від галузі, сезонності, стабільності виручки, тривалості операційного циклу та доступності кредитних ліній. В загальному випадку, він визначається як добуток середньоденних витрат та визначеної фінансовою стратегією компанії кількості днів. Дану частину фінансових ресурсів не доцільно інвестувати у цінні папери, оскільки вигоди від таких інвестицій найімовірніше не перевищать трансакційні витрати на їх придбання і продаж, при цьому ліквідність і платоспроможність бізнес-структури будуть піддані непотрібним ризикам. Резерв фінансової безпеки, проектний резерв та стратегічний резерв в тій чи іншій мірі можуть бути джерелом формування портфеля цінних паперів.

Більш точне планування використання інвестиційних ресурсів доцільно здійснювати на основі узгодження строків, валют, процентних ставок, ліквідності та ризиків між активами й пасивами компанії. Саме такий підхід реалізується через ALM (Asset-Liability Management). ALM дозволяє розглядати інвестиційний портфель не як самостійний набір фінансових інструментів, а як елемент загальної фінансової архітектури підприємства. Портфель у такій системі виконує функції забезпечення ліквідності, стабілізації грошових потоків, зменшення валютних і процентних ризиків, накопичення резервів під майбутні платежі та підтримки фінансової стійкості бізнес-структури.

Управління активами та зобов'язаннями - це система фінансового управління, яка забезпечує узгодження характеристик активів підприємства з характеристиками його зобов'язань. У класичному вигляді ALM активно застосовується у банках, страхових компаніях, пенсійних фондах та інших фінансових інституціях. Проте його методологічне значення є не менш важливим і для нефінансових бізнес-структур, особливо тих, які мають значні грошові

залишки, кредитне навантаження, валютні операції або регулярні капітальні інвестиції.

У фінансовому менеджменті ALM охоплює кілька основних напрямів:

- узгодження строків погашення активів і зобов'язань;
- забезпечення достатньої ліквідності для виконання поточних платежів;
- управління процентним ризиком;
- управління валютною позицією;
- контроль розривів між грошовими надходженнями та відтоками;
- підтримання фінансової стійкості та платоспроможності;
- зниження ризику вимушеного продажу активів;
- формування резервів під майбутні інвестиційні проекти.

З погляду ALM, активи підприємства мають оцінюватися не лише за їхньою дохідністю, а й за тим, наскільки вони здатні покривати майбутні зобов'язання. Відповідно, портфель фінансових інвестицій повинен бути сформований так, щоб його строкова, валютна, процентна та ліквіднісна структура відповідала потребам компанії. Класичний портфельний підхід відповідає на питання: який набір активів забезпечує найкраще співвідношення дохідності та ризику? ALM-підхід ставить ширше питання: який набір активів дозволяє підприємству виконати свої зобов'язання, зберегти ліквідність і водночас отримати прийнятну дохідність? Розглянемо детальніше відмінності у підходах портфельної теорії та ALM (таблиця 3.13).

ALM не заперечує портфельну теорію, а розширює її. У межах ALM дохідність портфеля залишається важливою, однак вона не може досягатися шляхом погіршення ліквідності, збільшення валютного дисбалансу або створення строкового розриву між активами та майбутніми платежами. Портфель має розглядатися у зв'язку з пасивами, тобто джерелами фінансування та зобов'язаннями компанії і повинен виконувати балансуєчу функцію. Інтеграція

портфеля з ALM означає, що інвестиційні рішення ухвалюються на основі аналізу активів, зобов'язань і майбутніх грошових потоків.

Таблиця 3.13

Порівняння портфельної теорії та ALM*

Критерій	Класичний портфельний підхід	ALM-підхід
Основний об'єкт аналізу	Активи	Активи та зобов'язання разом
Головна мета	Оптимізація дохідності й ризику	Забезпечення здатності виконувати зобов'язання
Основний ризик	Волатильність активів	Невідповідність активів і пасивів
Горизонт	Залежить від інвестора	Визначається строками платежів
Валюта	Обирається за дохідністю та ризиком	Має відповідати валюті зобов'язань
Ліквідність	Один із параметрів портфеля	Центральна умова фінансової безпеки
Оцінка ефективності	Дохідність, стандартне відхилення, коефіцієнт Шарпа, коефіцієнт Сортіно	Надлишки, розрив ліквідності, строковий розрив, валютний розрив

*сформовано автором

Загальна логіка формування портфеля на основі ALM зображена на рис.3.3.

Таким чином, у центрі аналізу на основі ALM перебуває не портфель як такий, а здатність портфеля виконати функції, необхідні для фінансової стійкості підприємства. Одним із базових принципів ALM є узгодження грошових потоків від активів із майбутніми зобов'язаннями. Зміст цієї умови полягає в тому, що активи портфеля повинні генерувати достатній грошовий потік для покриття майбутніх зобов'язань. Якщо ця умова не виконується, підприємство може бути змушене продавати активи достроково.



Рис 3.3. Алгоритм формування інвестиційного портфеля на основі ALM*
*сформовано автором

Одним із найважливіших ризиків, який знижує ALM, є ризик вимушеного продажу активів. Він виникає тоді, коли компанія потребує коштів раніше, ніж очікувалося, і змушена продавати активи за несприятливою ринковою ціною.

Такий ризик особливо високий для:

- довгострокових облігацій у період зростання ставок;
- акцій під час ринкової корекції;
- неліквідних корпоративних облігацій;
- інвестиційних сертифікатів із обмеженим викупом;

- інструментів із широким спредом купівлі-продажу.

ALM мінімізує цей ризик через строкове узгодження активів і зобов'язань, підтримання ліквідного резерву та обмеження частки неліквідних активів.

З позиції ALM інвестиційний портфель доцільно поділяти на кілька функціональних сегментів, кожен з яких має власну функцію (таблиця 3.14).

Таблиця 3.14

Сегментування інвестиційного портфелю відповідно до потреб ALM

Сегмент портфелю	Призначення	Відповідні активи
Операційний резерв	Забезпечення поточних зобов'язань операційної діяльності	Поточні рахунки, короткострокові депозити
Ліквідний резерв	Розширення можливостей операційного резерву для підтримки короткострокової платоспроможності	Короткострокові державні облігації, високоліквідні фінансові інструменти
Резерв фінансової безпеки	Забезпечення неочікуваних і непередбачених касових розривів	Середньострокові державні облігації, високоякісні корпоративні облігації, високоліквідні диверсифіковані низькоризикові інструменти
Валютний сегмент	Компенсація негативних наслідків від несприятливої зміни курсу	Валютні депозити, валютні облігації, інші високоліквідні інструменти у валюті майбутніх платежів
Проектний сегмент	Накопичення коштів під майбутні інвестиції	Активи зі строком погашення під дати витрат інвестиційних проектів, високоліквідні активи у валюті інвестиційного проекту
Стратегічний сегмент	Додатковий дохід та довгострокове зростання вартості бізнесу	Довгострокові облігації, акції, частки інвестиційних фондів

*сформовано автором

Таким чином, урахування ALM при створенні інвестиційного портфелю надає низку важливих переваг:

- підвищення платоспроможності підприємства - компанія отримує можливість своєчасно виконувати зобов'язання, оскільки портфель формується з урахуванням майбутніх платежів;

- зменшення ризику криз ліквідності - компанія не інвестує короткострокові кошти у довгострокові або неліквідні активи, що знижує ризик вимушеного продажу;
- валютна збалансованість - портфель частково або повністю покриває майбутні валютні платежі, знижуючи негативний вплив девальвації;
- зменшення процентного ризику - узгодження строків погашення активів і зобов'язань дозволяє знизити чутливість фінансової позиції компанії до зміни ставок;
- підвищення якості корпоративного управління - інвестиційні рішення стають формалізованими, контрольованими і пов'язаними з фінансовою стратегією підприємства;
- ефективніше використання капіталу - компанія не тримає надмірну суму коштів у пасивній формі, але й не створює надмірного ризику через агресивне інвестування.

Отже, перевага ALM полягає в тому, що він корегує логіку портфельного управління: підприємство інвестує не просто для отримання доходу, а для забезпечення платоспроможності, фінансової безпеки, стратегічної гнучкості та довгострокового зростання вартості бізнесу. Саме тому інтеграція інвестиційного портфеля з ALM є ключовим елементом зрілої корпоративної фінансової політики.

Як вже було зазначено вище (зокрема, у параграфі 3.2 та додатку Д), особливості бізнес-структури впливають на її інвестиційні пріоритети, а, отже, накладають певні обмеження і на створюваний інвестиційний портфель та фінансові інструменти, які можуть його наповнювати. Розглянемо детальніше різні фінансові інструменти з точки зору можливості реалізації інвестиційних пріоритетів (таблиця 3.15).

Таблиця 3.15

Пріоритети інвестиційної діяльності та відповідні цінні папери*

Пріоритети	Українські цінні папери				Іноземні цінні папери				Основний ризик		
	Державні облигації	Корпоративні облигації	Акції	Частки інвестиційних фондів	Деривативи	Державні облигації	Корпоративні облигації	Акції		Частки інвестиційних фондів	Деривативи
П1. Збереження капіталу та фінансова безпека	+					+			+		Суверенний і валютний ризик
П2. Підтримання ліквідності і платоспроможності	+					+			+		Ризик блокування ліквідності
П3. Оптимізація співвідношення дохідність / ризик	+	+		+		+	+	+	+		Волатильність і концентрація
П4. Диверсифікація портфеля і зниження концентрації ризику	+	+		+		+	+	+	+		Обмеженість внутрішнього ринку
П5. Підтримка стратегічного розвитку та зростання вартості бізнесу	+		+	+				+	+		Невідповідність портфелю стратегії
П6. Хеджування валютних, процентних і ринкових ризиків	+				+	+	+	+	+	+	Неповне хеджування, висока вартість хеджування
П7. Формалізація інвестиційної політики, лімітів, звітності та КРІ	+					+			+		Агентський та операційний ризик
П8. Регуляторна відповідність і контроль допустимих інструментів	+	+		+		+	+	+	+		Порушення валютних/санкційних правил
П9. Простота інструментарію та мінімізація витрат	+					+			+		Недостатня диверсифікація
П10. Накопичення резервів під майбутні інвестиційні проекти	+					+					Невідповідність строків і валют

*запропоновано автором

Таким чином, портфель має поєднувати українські та, за наявності доступу, міжнародні інструменти. Для пріоритетів фінансової безпеки, ліквідності та накопичення резервів перевагу слід надавати низькоризиковим борговим паперам із контрольованою строковістю. Для оптимізації дохідності, диверсифікації та стратегічного розвитку доцільно включати ширший набір інструментів, зокрема корпоративні облігації, акції, ETF та інвестиційні фонди. Ключовою умовою є відповідність обраних цінних паперів інвестиційним пріоритетам підприємства.

В процесі формування інвестиційного портфелю практична реалізація певних інвестиційних стратегій може виявитися занадто складною чи недоцільною через низку специфічних причин (таблиця 3.16).

Таблиця 3.16

Особливості реалізації інвестиційних стратегій*

Інвестиційна стратегія	Інструменти	Інформаційне забезпечення	Аналітичне забезпечення	Мінімально необхідна додаткова зовнішня інфраструктура	Особливості реалізації
На основі оцінок за CAPM, Фама-Френч, ICAPM, CCAPM, APT, Блек-Шоулз, SDF, FCFF, FCFE	Будь-які	Посилене	Посилене	Іноземний брокер та рахунок в іноземному банку	Оцінка інструментів та портфелю в цілому потребує великої кількості даних та складних розрахунків, що вимагає посилених витрат на інформаційне та аналітичне забезпечення. Повноцінна реалізація потребує доступу до іноземних фондових ринків

На основі Smart beta, Стратегічна алокація активів, Core-satellite, Ребалансування	Будь-які	Значне	Значне	Іноземний брокер та рахунок в іноземному банку	Оцінка інструментів та портфелю в цілому потребує значної кількості даних та складних розрахунків, що вимагає значних витрат на інформаційне та аналітичне забезпечення. Повноцінна реалізація потребує доступу до іноземних фондових ринків
На основі технологій машинного навчання	Будь-які	Значне	Посилене	Іноземний брокер та рахунок в іноземному банку	Оцінка інструментів та портфелю в цілому потребує значної кількості даних та складної їх обробки, що вимагає значних витрат на інформаційне та аналітичне забезпечення. Повноцінна реалізація потребує доступу до іноземних фондових ринків
Пасивне індексне інвестування	Акції фондів (ETF), що відтворюють провідні фондові індекси	Мінімальне	Помірне	Іноземний брокер та рахунок в іноземному банку	Реалізація потребує доступу до іноземних фондових ринків
Пасивне інвестування в ОВДП	ОВДП	Мінімальне	Мінімальне	Український банк або брокерська компанія	Найпростіша реалізація, що потребує додаткових домовленостей із банком

Пасивне інвестування у корпоративні облигації	Корпоративні облигації українських емітентів	Мінімальне	Помірне	Український банк або брокерська компанія	Потребує відносин з банком або брокерською компанією, що надають можливість інвестувати у корпоративні облигації
Пасивне інвестування у іноземні державні і корпоративні облигації	Іноземні державні і корпоративні облигації	Мінімальне	Помірне	Український банк або брокерська компанія, або іноземний брокер та рахунок в іноземному банку	Можливо реалізувати як в Україні (але набір інструментів обмежений), так і за кордоном
Пасивне інвестування у інвестиційні фонди	Паї та акції інвестиційних фондів	Мінімальне	Помірне	Український банк або брокерська компанія, або іноземний брокер та рахунок в іноземному банку	Можливо реалізувати як в Україні (але набір інструментів обмежений), так і за кордоном
Хеджування ризиків	Будь-які	Залежно від інструментів	Значне	Залежно від інструментів	Потрібно ідентифікувати ризики та фінансові інструменти, які їх можуть нівелювати із прийнятним рівнем витрат

*запропоновано автором

Стратегії, що базуються на оцінюванні цінних паперів на основі дисконтування грошових потоків (1.6 – 1.22), потребують надійних прогностичних даних для розрахунку майбутніх грошових потоків та ставок дисконтування. Для багатьох розрахунків потрібно використовувати історичні дані щодо ринкових цін на різні активи (1.1 - 1.5), фінансові показники емітентів, складні прогностичні моделі. Аналіз таких даних потребує значних інтелектуальних ресурсів. Таким

чином, реалізація багатьох інвестиційних стратегій потребуватиме значних управлінських зусиль та витрат на організацію інформаційно-аналітичного забезпечення. Відповідно, для того, щоб реалізація складних інвестиційних стратегій була виправдана, очікуваний економічний ефект від реалізації має не тільки перевищувати пов'язані витрати, але й перевершувати більш прості альтернативи. Найбільш ймовірно, це може статися у разі наявності ефекту масштабу від великої інвестиційної бази, а також можливості здійснювати інвестиції у будь-які цінні папери, у тому числі - іноземні.

Таким чином, ще одним важливим чинником формування інвестиційного портфеля є регуляторні і валютні обмеження. Портфель фінансових інвестицій української компанії не може формуватися без урахування валютного регулювання, санкційних обмежень, правил НБУ, вимог НКЦПФР, фінансового моніторингу та внутрішніх політик банків і брокерів. Частина обмежень, що діють у даний час, були імплементовані у зв'язку із повномасштабним вторгненням РФ у 2022 році. Але і до цього моменту в Україні існували регулятивні вимоги, що суттєво ускладнювали та обмежували інвестиції юридичних осіб в цінні папери, що котируються на іноземних біржах. Зокрема, Постанова Правління НБУ № 5 від 02.01.2019 “Про затвердження Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті” встановлює ліміт на валютні операції 2 млн євро на рік, який згідно Постанови Правління НБУ № 113 від 09.09.2019 “Про затвердження Змін до Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті” поширюється і на переказ коштів з метою придбання резидентом цінних паперів іноземного емітента та облігацій зовнішньої державної позики України. Втім, Постанова Правління НБУ № 18 від 24.02.2022 “Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану” обмежила і цю можливість. Отже, реалізація багатьох інвестиційних

можливостей, які пов'язані з іноземними цінними паперами, у даний момент для українських бізнес-структур практично неможлива, окрім певних виключень:

- Іноземні цінні папери, що обертаються на українських біржах;
- Наявність іноземної дочірньої компанії із достатнім рівнем ліквідності для здійснення інвестицій за кордоном.

В перспективі припинення військової агресії РФ та інтеграції України в ЄС регуляторні обмеження на здійснення інвестицій за кордон мають відмінитися. Це відкриє значні інвестиційні можливості як для українських бізнес-структур, так і для громадян.

У сучасних умовах поступово стає важливою інтеграція концепції сталого розвитку бізнесу, що базується на трьох ключових критеріях - екологічних, соціальних та управлінських (Environmental, Social, Governance - ESG). Тому ще одним фактором формування інвестиційного портфеля може бути наявність ESG-критеріїв та репутаційних обмежень. Для бізнес-організації це може бути не лише “етичним вибором”, а й економічною необхідністю: кредитори, інвестори, партнери та регулятори можуть вимагати відповідності принципам сталого фінансування. Практично ESG-інтеграція може бути реалізована через:

- виключення певних секторів/емітентів;
- встановлення мінімальних ESG-рейтингів;
- пріоритет інструментів сталого розвитку (зелені/соціальні облігації, ESG ETF),
- внутрішню процедуру ESG-скрінінгу.

Важливо підкреслити, що ESG-обмеження також є обмеженнями оптимізації і можуть зменшувати інвестиційний універсум; отже, їх треба вводити прозоро, з розумінням компромісу між дохідністю, ризиком і репутаційними цілями.

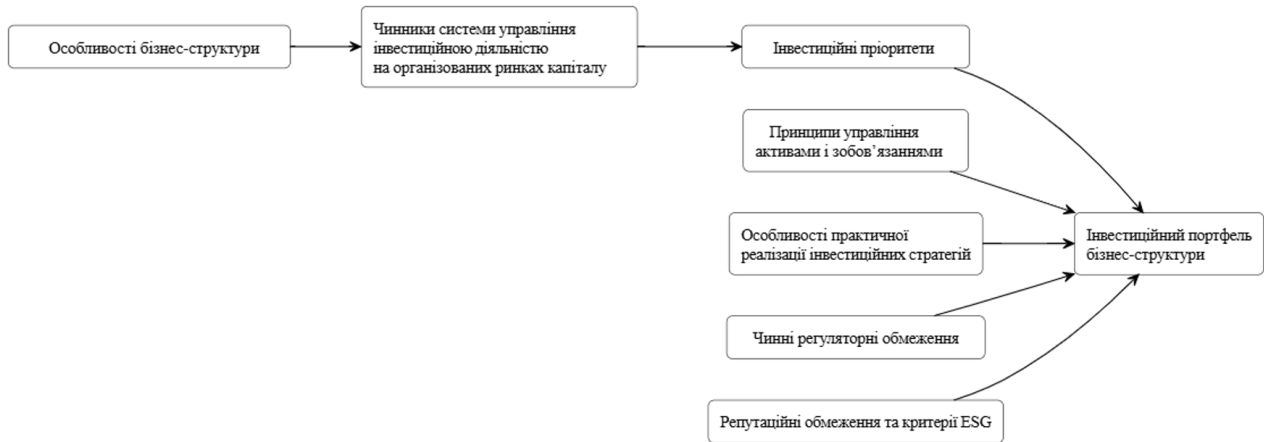


Рис 3.4. Механізм формування інвестиційного портфелю бізнес-структури*
*сформовано автором

Отже, в процесі формування інвестиційного портфелю бізнес-структури необхідно враховувати ряд складних чинників (рис. 3.4), які:

- інвестиційні пріоритети відповідно до особливостей основної діяльності бізнес-структури;
- принципи управління активами і зобов'язаннями (ALM);
- особливості практичної реалізації інвестиційних стратегій;
- чинні регуляторні обмеження;
- репутаційні обмеження та критерії ESG.

Кожен з даних чинників звужує можливий набір фінансових інструментів та інвестиційних стратегій, які можуть бути використані бізнес-структурою для формування інвестиційного портфелю на організованих ринках капіталу. Кожен з фінансових інструментів, кожна з інвестиційних стратегій, строк та валюта кожної з інвестицій мають проходити фільтр з перелічених критеріїв та відповідати кожному з них.

Особливого значення для українських бізнес-структур набувають інвестиції у облігації внутрішньої державної позики, які однозначно відповідають усім

переліченим критеріям. Для підприємства їхня управлінська привабливість полягає у відносно зрозумілій правовій природі, стандартизованій процедурі обігу, наявності ринку та можливості планування грошових потоків за купонними виплатами й погашенням. Водночас менеджмент не повинен трактувати ОВДП як інструмент без ризику: залишаються процентний ризик, ризик ліквідності, валютний ризик для паперів, номінованих в іноземній валюті, ризик реінвестування та ризик концентрації на одному класі активів.

Подальший розвиток організованих ринків капіталу в Україні, поступове зняття регуляторних обмежень щодо інвестицій в іноземні цінні папери, розвиток інформаційно-аналітичної інфраструктури, збільшення досвіду управління корпоративними інвестиційними портфелями та об'єму цих портфелів створять додаткові сприятливі умови для ефективного управління портфелями бізнес-структур на організованих ринках капіталу.

Висновки до розділу 3

За результатами проведеного моделювання процедур управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу, сформовано наступні висновки:

1. Визначено відмінності між разовою фінансовою операцією та керованим процесом інвестування у цінні папери за критеріями: управлінська логіка, горизонт, відповідальність, документи, контроль. Визначено очікувані задачі організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу: узгодження інвестиційної діяльності зі стратегією підприємства; запобігання випадковим, ситуативним або надмірно ризиковим рішенням; забезпечення прозорого розподілу відповідальності; створення

процедур контролю за використанням інвестиційних ресурсів; формування інформаційної бази для оцінювання ефективності інвестицій; забезпечення відповідності законодавству, внутрішнім політикам і вимогам власників; підвищення стійкості підприємства до фінансових, ринкових, операційних і правових ризиків.

2. Запропоновано визначення організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу як трирівневої системи, що включає стратегічний, методичний та операційний рівні; стратегічний рівень управління задає цільову логіку інвестування; методичний рівень управління забезпечує створення формалізованих правил; операційний рівень управління забезпечує практичне виконання інвестиційних рішень. Визначено складові організаційного забезпечення інвестиційної діяльності на організованих ринках капіталу: організаційна структура, розподіл повноважень, регламенти і процедури, операційна інфраструктура, інформаційне забезпечення, аналітичне забезпечення, ризик-менеджмент, контроль і комплаєнс, кадрове забезпечення, облік і звітність.

3. Визначено перелік суб'єктів управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу та їх ролі: власники, наглядова рада, правління, інвестиційний комітет, фінансова служба, аналітичний відділ, юридична служба, ризик-менеджмент, бухгалтерія, внутрішній аудит.

4. Розроблено типову RACI-матрицю щодо бізнес-процесів у інвестиційній діяльності на організованих ринках капіталу. Запропоновано перелік внутрішньої документації щодо організації інвестиційної діяльності на ринках капіталу: інвестиційна стратегія, інвестиційна політика, положення про інвестиційний комітет, регламент підготовки інвестиційних пропозицій, процедура реалізації інвестицій, політика управління ризиками, лімітна політика, положення про звітність, регламент взаємодії з посередниками.

5. Визначено перелік ознак якісного організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу: формалізованість, прозорість, узгодженість зі стратегією, контрольованість ризику, розмежування функцій, документованість, пропорційність, адаптивність, звітність.

6. Визначено чинники формування системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу: масштаб діяльності; галузева специфіка; сезонність і ритмічність господарської діяльності; рівень диверсифікації бізнесу; стадія життєвого циклу; стратегічна орієнтація бізнесу; структура капіталу та рівень боргового навантаження; ризик-профіль бізнес-структури; фінансовий стан; розмір інвестиційної бази; наявність валютних ризиків. Розроблено систему визначення пріоритетів бізнес-структур в управлінні інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу на основі чинників системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу;

7. Розроблено дорожню карту впровадження інвестиційного процесу у бізнес-структурі із наступними етапами: діагностика поточного стану, формування управлінського мандата, розробка політики і процедур, вибір інфраструктури і посередників, навчання і тестування, пілотний портфель, масштабування і портфельна оптимізація, незалежна перевірка і вдосконалення. Запропоноване визначення терміну “оптимальний портфель цінних паперів бізнес-структури” - це стратегічно узгоджена, диверсифікована та контрольована сукупність фінансових інструментів, яка забезпечує найкраще досяжне співвідношення очікуваної дохідності, ризику, ліквідності та стійкості грошових потоків за наявних ринкових, регуляторних, облікових і внутрішньокорпоративних обмежень.

8. Запропоновано застосовувати точне планування використання інвестиційних ресурсів на основі методики ALM (Asset-Liability Management); зроблено порівняння класичного портфельного менеджменту та підходів, заснованих на ALM; запропоновано алгоритм формування інвестиційного портфеля на основі ALM; запропоновано сегментування інвестиційного портфелю відповідно до потреб ALM із наступними сегментами: операційний резерв, ліквідний резерв, резерв фінансової безпеки, валютний сегмент, проєктний сегмент, стратегічний сегмент. Запропоновано класифікацію відповідності видів цінних паперів пріоритетам бізнес-структур в управлінні інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу.

9. Проведено аналіз та класифікацію інвестиційних стратегій на предмет рівня складності та особливостей їх практичної реалізації. Визначено, що в процесі формування інвестиційного портфелю бізнес-структури необхідно враховувати ряд складних критеріїв: принципи управління активами і зобов'язаннями (ALM), інвестиційні пріоритети відповідно до особливостей основної діяльності бізнес-структури, особливості практичної реалізації інвестиційних стратегій, чинні регуляторні обмеження, репутаційні обмеження та критерії ESG; визначено, що кожен з даних критеріїв звужує можливий набір фінансових інструментів та інвестиційних стратегій, які можуть бути використані бізнес-структурою для формування інвестиційного портфелю на організованих ринках капіталу; визначено, що інвестиції у облігації внутрішньої державної позики у більшості випадків відповідають усім переліченим критеріям і можуть слугувати основою більшості інвестиційних портфелів.

Результати дослідження опубліковані у таких наукових працях [23, 102, 103, 104, 216].

ВИСНОВКИ

1. На основі дослідження теорії управління та актуальних підходів до інтерпретації системи управління інвестиційною діяльністю підприємства у роботі запропоновано авторське визначення терміну “управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу” - це комплексна діяльність щодо організації та забезпечення реалізації інвестиційного процесу із урахуванням особливостей об’єктів інвестування - цінних паперів, включно із визначенням цілей інвестування, оцінкою об’єктів інвестування, управлінням портфелем та аналізом ефективності інвестицій. Особливістю такого визначення є врахування специфіки об’єкту інвестування, що передбачає вплив на архітектуру системи управління інвестиціями та цілі функціонування такої системи.

2. Розроблено перелік ключових аспектів управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу, які мають суттєве значення для такої системи. Урахування зазначених аспектів у процесі створення та функціонування системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу має забезпечити послідовність та організаційну повноту такої діяльності.

3. Досліджено актуальний стан фондового ринку України та іноземних фондових ринків з перспективи української бізнес-структури, що має намір здійснювати фінансові інвестиції. Визначено, що в Україні ринок акцій знаходиться у занепаді, а ринок державних облігацій розвивається високими темпами. Зростання загального інтересу до ОВДП з боку фізичних та юридичних осіб створює попит на інвестиції в цінні папери та передумови для появи нових інвестиційних інструментів.

4. Проаналізовано фінансово-інвестиційну діяльність українських агропромислових компаній, зокрема, їх досвід інвестування в цінні папери, а

також аналогічний досвід іноземних агропромислових компаній. Виявлено, що обидві групи здійснюють інвестиції в інструменти фондового ринку, але практика іноземних компаній більш різноманітна. Встановлено, що кожна з компаній мала власну структуру та досвід інвестицій відповідно до власних стратегічних цілей і доступності фінансових інструментів.

5. Запропоновано визначення організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу як трирівневої системи, що включає стратегічний, методичний та операційний рівні, а також задачі такого забезпечення. Такий підхід забезпечує збалансований поділ управлінських функцій між суб'єктами управління, обмін між ними ключовою управлінською інформацією, та ітераційне покращення самого процесу управління.

6. Розроблено систему чинників формування системи управління інвестиційною діяльністю бізнес-структури на організованих ринках капіталу та, на її основі, систему визначення пріоритетів в управлінні такою діяльністю. Даний підхід дозволяє враховувати особливості бізнес-структури під час формування системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу та спростити вибір її пріоритетів.

7. Розроблено модель впровадження у бізнес-структурі процесу інвестування на організованих ринках капіталу, що призначена структурувати та деталізувати всі необхідні етапи та складові імплементації даного процесу в організації. Використання моделі дозволяє врахувати поточний стан системи управління інвестиціями та особливості бізнес-структури, визначити відповідальних осіб і їх повноважень, створити необхідне документальне забезпечення, реалізувати специфічний вибір постачальників та підготовку персоналу, перейти до створення інвестиційного портфелю через етапи

тестування інфраструктури та пілотного портфелю, підвищувати якість управління портфелем та самого інвестиційного процесу.

8. Запропоноване визначення терміну “оптимальний портфель цінних паперів бізнес-структури” як стратегічно узгодженої, диверсифікованої та контрольованої сукупності фінансових інструментів, яка забезпечує найкраще досяжне співвідношення очікуваної дохідності, ризику, ліквідності та стійкості грошових потоків за наявних ринкових, регуляторних, облікових і внутрішньокорпоративних обмежень. Дане визначення дозволяє уточнити узагальнене визначення оптимального портфелю та врахувати особливості і пріоритети бізнес-структури.

9. Запропоновано застосовувати точне планування використання інвестиційних ресурсів на основі методики ALM (Asset-Liability Management) та враховувати цю методику у процесі формування інвестиційного портфеля. Такий підхід дозволяє реалізувати допоміжну функцію інвестиційного портфеля бізнес-структури та не перетворити його наявність на джерело зайвих ризиків та касових розривів.

10. Розроблено модель формування інвестиційного портфеля бізнес-структури із урахуванням ряду комплексних критеріїв: принципів управління активами і зобов'язаннями, інвестиційних пріоритетів відповідно до особливостей основної діяльності бізнес-структури, особливостей практичної реалізації інвестиційних стратегій, чинних регуляторних обмежень, репутаційних обмежень та критеріїв ESG. Застосування цих критеріїв призначене врахувати особливості бізнес-структури і зовнішнього середовища, та дозволяє оцінити можливий набір фінансових інструментів та методів роботи з ними, які можуть бути застосовані у практиці конкретної бізнес-структури.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азізова К. М., Тисячна Ю. С. Управління активами і пасивами банку: сутність та методичні підходи. Економічний простір. 2016. № 108. С. 112–126.
2. Акуленко В. Л., Новикова І. В. Аналіз теоретичних підходів до управління інвестиційною діяльністю підприємства. Вісник СумДУ. Серія «Економіка». 2012. № 3. С. 66–73.
3. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку : монографія. Київ : Максимум, 2004.
4. Аналіз ринку. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення: 06.05.2026).
5. Андрушкевич Н. В., Фімяр С. В., Блакита В. О. Формування і управління інвестиційним портфелем. Економічний вісник НТУУ «КПІ». 2024. № 30.
6. Барташевська Ю. М. Вибір методів мінімізації інвестиційного ризику підприємства. Економічний нобелівський вісник. 2014. № 1. С. 29–34.
7. Барташевська Ю. М. Комплексний підхід до оцінювання інвестиційного ризику підприємства. Європейський вектор економічного розвитку : зб. наук. пр. Дніпропетровськ : Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2013. № 2. С. 25–31.
8. Бланк І. О. Інвестиційний менеджмент. Київ : ІТЕМ ЛТД, 1995. 448 с.
9. Бондар В. С. Підходи щодо визначення економічної сутності терміна «інвестиції». Економіка. Фінанси. Право. 2013. № 12. С. 25–27.
10. Бондар М. І. Інвестиційна діяльність: методика та організація обліку і контролю : монографія. Київ : КНЕУ, 2008. 256 с.
11. Борисова Л. Є., Мамуненко М. С. Сучасні напрями розвитку вітчизняних банківських операцій з цінними паперами. Науковий вісник

Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія «Економічні науки». 2021. Вип. 2 (103). С. 35–41. DOI: <https://doi.org/10.37734/2409-6873-2021-2-6>.

12. Буртняк І. В. Спектральні методи дослідження поведінки волатильності фондових ринків : дис. ... д-ра екон. наук. Івано-Франківськ, 2019. URL: https://svr.pnu.edu.ua/wp-content/uploads/sites/5/2019/03/dis_Byrtnyak.pdf (дата звернення: 20.11.2025).

13. Буряченко А., Бороденко Т. Фінансове забезпечення діяльності нефінансових корпорацій в Україні. Економіка та суспільство. 2025. № 79. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-79-67>.

14. Відоменко І. О., Кривша Є. В. Сучасні підходи до розробки інвестиційної стратегії підприємств. Економіка харчової промисловості. 2010. № 2 (6). С. 8–13. URL: <https://nasplib.isofts.kiev.ua/bitstreams/f0e4fd32-e5c3-4804-8e12-10a60311ee73/download> (дата звернення: 20.11.2025).

15. Вініченко І. І. Формування системи управління інвестиційною діяльністю аграрного підприємства. Ефективна економіка. 2019. № 4. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=7157> (дата звернення: 15.03.2026). DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.4.6>.

16. Вініченко І. І. Формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства. Інвестиції: практика та досвід. 2007. № 4. С. 9–13.

17. Вузій В. С., Колечкіна Л. М. Аналіз застосування методів теорії ігор на фінансових ринках та можливостей для створення автоматичних систем біржової торгівлі. Моделювання та інформаційні системи в економіці. 2023. Вип. 103. DOI: <https://doi.org/10.33111/mise.103.9>.

18. Галько Л. Р. Інвестиційна діяльність підприємства: стратегія і тактика управління. Економіка та суспільство. 2021. № 31. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-31-63>.

19. Глібчук В. М. Моделювання і оптимізація інвестиційних ризиків на підприємствах в умовах невизначеності. Інститут менеджменту та економіки «Галицька академія». 2010. № 1. С. 263–269.
20. Головка Н. В. Багатокритеріальна класифікація інвестиційної стратегії підприємства. Управління розвитком. 2009. № 16. С. 50–52.
21. Голюк В. Я., Кузьмінський В. З., Чумаченко О. О. Сучасний стан фондового ринку України та перспективи його розвитку. Економіка та суспільство. 2024. № 64. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-64-96>.
22. Гончар О. І. Зміцнення фінансової стійкості в управлінні економічним потенціалом підприємства. Herald of Khmelnytskyi National University. Economic Sciences. 2024. Т. 332, № 4. С. 399–403. URL: <https://heraldes.khmnu.edu.ua/index.php/heraldes/article/view/542/555> (дата звернення: 20.11.2025).
23. Гончар О. І., Проскурівський М. І. Проблеми визначення «цільової ціни» (target price) акцій українських підприємств в інвестиційній діяльності. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2006. № 4, т. 3. С. 43–46.
24. Гудзь О. Є., Стецюк П. А. Інвестиційний менеджмент : навч. посіб. Київ : Державний університет телекомунікацій, 2019. 223 с
25. Гурочкіна В. В. Інвестиційна політика підприємства: матриця стейкхолдерів та драйвери розвитку взаємодії. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2019. № 4, т. 2. С. 89–97. URL: https://www.researchgate.net/publication/340298089_Investicijna_politika_pidpriems_tva_matrica_stejkholderiv_ta_drajveri_rozvitku_vzaemodii (дата звернення: 20.11.2025).

26. Гуторов О. І. Інвестиційна стратегія підприємства: принципи, методи та етапи розробки. Вісник ХНАУ ім. В. В. Докучаєва. Серія «Економічні науки». 2021. № 2, т. 2. DOI: <https://doi.org/10.31359/2312-3427-2021-2-2-212>.
27. Давиденко Н., Резніченко О. Фондовий ринок України в контексті сучасних економічних трансформацій. Економіка і регіон. 2025. Т. 4, № 99. DOI: [https://doi.org/10.26906/EiR.2025.4\(99\).4164](https://doi.org/10.26906/EiR.2025.4(99).4164).
28. Дараган О. О. Механізм управління інвестиційною діяльністю на підприємствах залізничного транспорту. Вісник економіки транспорту і промисловості. 2015. № 49. DOI: <https://doi.org/10.18664/338.47:338.45.v0i49.51140>.
29. Дашко І. М., Ємельянов О. Ю., Крет І. З. Сутність інвестиційного ризику та його врахування при обґрунтуванні напрямів інвестиційної діяльності підприємства. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Проблеми економіки та управління. 2011. № 698. С. 28–34.
30. Державна служба статистики України : офіц. вебсайт. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 06.05.2026).
31. Должанський І. З. Управління потенціалом підприємства. Київ : Центр навчальної літератури, 2006. 362 с.
32. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування : навч. посіб. Київ : Каравела, 2007. 424 с.
33. Елнашар Е. А., Любохинець Л., Танасієнко Н. Інвестиції в текстильну промисловість інноваційної економіки в Єгипетських регіональних проєктах. Herald of Khmelnytskyi National University. Economic Sciences. 2025. Т. 338, № 1. С. 108–112. DOI: <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2025-338-15>.
34. Єгорова О. М. Класифікаційні ознаки інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства. Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг : зб. наук. пр. Харків : ХДУХТ, 2017. Вип. 2 (26). С. 74–89.

35. Єгорова О. М. Теоретичні аспекти сутності інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства. *Бізнес Інформ*. 2017. № 2 (469). С. 89–94.
36. Єпіфанова І. Ю., Джеджула В. В., Косарук О. М., Сауляк А. В. Управління інвестиційним потенціалом підприємств харчової промисловості. *Innovation and Sustainability*. 2022. № 2. С. 8–17. DOI: <https://doi.org/10.31649/ins.2022.2.8.17>.
37. Жученко З. О. Система управління інвестиційним забезпеченням діяльності підприємств. *Інвестиції: практика та досвід*. 2011. № 22. С. 67–70.
38. Замятіна Н. В. Теоретико-методичні засади управління інвестиційною діяльністю підприємства. *Фінансовий простір*. 2013. № 3. С. 138–142.
39. Змієнко М. О. Система управління інвестиційними ризиками підприємств. *Інноваційна економіка*. 2011. № 1. С. 162–166.
40. Іваненко Т. В., Фартушний І. Д. Оптимізація інвестиційного портфеля консервативними інвесторами. *Економічний вісник НТУУ «КПІ»*. 2022. № 21. С. 75–81.
41. Індокси акцій. ПФТС. URL: <https://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes> (дата звернення: 20.02.2026).
42. Іоргачова М. І., Ковальова О. М. Формування оптимального інвестиційного портфеля: ключові етапи. *Економіка та суспільство*. 2025. № 72.
43. Кальний С. В., Висоцький В. А. Управління формуванням інвестиційного портфеля підприємства в Україні. *Ефективна економіка*. 2019. № 3. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.3.39>.
44. Карпінський Р. Л. Сутність і класифікація інвестиційних ризиків. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2008. № 8. С. 53–57.

45. Кльоба Л. Г. Банківська інвестиційна діяльність на ринку цінних паперів. Економіка та держава. 2016. № 6. С. 20–24. URL: https://www.economy.in.ua/pdf/6_2016/5.pdf (дата звернення: 20.11.2025).

46. Коваленко Ю. М., Корнєєв В. В., Белінська Я. В. Особливості інвестиційної діяльності учасників ринків капіталу. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». 2023. № 30(58). С. 55–63.

47. Козаченко Г. В. Управління інвестиціями на підприємстві : монографія. Київ : Лібра, 2004. 368 с.

48. Колєсніченко А., Купригін М. Інвестиційна політика промислового підприємства: теоретичні аспекти та особливості формування в кризових умовах. Бізнес Інформ. 2024. № 7. С. 240–247. URL: <https://repository.kpi.kharkov.ua/handle/KhPI-Press/81932> (дата звернення: 20.11.2025).

49. Коментар Національного банку щодо зміни реального ВВП у 2023 році. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-zmini-realnogo-vvp-u-2023-rotsi> (дата звернення: 20.11.2025).

50. Коментар Національного банку щодо зміни реального ВВП у 2025 році. Національний банк України. 19.03.2026. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-zmini-realnogo-vvp-u-2025-rotsi> (дата звернення: 06.05.2026).

51. Косова Т. Д., Ярошевська О. В. Концепти фінансового регулювання фондової діяльності суб'єктів господарювання. Теоретико-методологічні засади розвитку фінансової системи України на основі інноваційно-інвестиційних стратегій : колективна монографія / за заг. ред. Т. Д. Косової, Н. О. Слободянюк. Кривий Ріг : ДонНУЕТ, 2019. С. 33–43.

52. Крошка А. Нефінансові корпорації на фондовому ринку. *Scientia Fructuosa*. 2019. Т. 127, № 5. С. 74–84.

53. Крупицька О. В. Механізм управління інвестиційною діяльністю на підприємствах харчової промисловості. *Культура народів Причорномор'я*. 2007. № 99. URL: <https://nasplib.isofts.kiev.ua/items/2799d0f7-440b-471a-9f6c-584a1b2397f2> (дата звернення: 20.11.2025).

54. Крупка М. І. Фінансові інновації державних банків України. *Фінансовий простір*. 2014. № 4. С. 127–131. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fin_pr_2014_4_18 (дата звернення: 20.11.2025).

55. Лопатовська О. О., Гаєвська О. С. Ліквідність та платоспроможність в контексті фінансового управління діяльністю підприємства. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2022. № 1. DOI: <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2022-302-1-19>.

56. Лупак Р. Л., Мігущенко Ю. В. Концептуальні підходи до портфельного інвестування підприємствами. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2015. Вип. 15, ч. 2. С. 60–62.

57. Любкіна О. В., Боровська Я. Ю. Фінансові корпорації на інвестиційному ринку України. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2020. Вип. 37. DOI: <https://doi.org/10.32999/ksu2307-8030/2020-37-12>.

58. Любохинець Л., Бушовська Л., Вінкевич О. Ресурсозабезпечення підприємств, його безпекові аспекти та особливості впровадження системи ERP. *Development Service Industry Management*. 2025. № 1. С. 307–315. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2025-9\(41\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2025-9(41)).

59. Люта О. В., Пігуль Н. Г., Глядько К. Теоретичні засади управління ліквідністю та платоспроможністю підприємств. *Вісник СумДУ. Серія*

«Економіка». 2019. № 4. С. 14–23. DOI: <https://doi.org/10.21272/1817-9215.2019.4-2>.

60. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : підручник. Київ : Центр учбової літератури, 2009.

61. Масленников Є. І., Данилов Р. І. Ефективність управління інвестиційним портфелем промислового підприємства. Економіка: реалії часу. 2015. № 5(21). С. 83–88.

62. Мельник О. І., Капітан І. М. Сучасні тенденції розвитку фондового ринку України. Ефективна економіка. 2019. № 11.

63. Микитюк П., Флис В. Управління ефективністю використання матеріально-технічних ресурсів на підприємстві. Економічний аналіз. 2023. Т. 33, № 4. С. 216–223. DOI: <https://doi.org/10.35774/econa2023.04.216>.

64. Мироненко М. Ю., Сімонова І. В. Проблеми формування інвестиційного портфеля. Сталий розвиток економіки. 2011. № 4. С. 308–311.

65. Михайленко О. В., Ременюк В. О. Формування та управління портфелем фінансових інвестицій. Держава та регіони. Серія «Економіка та підприємництво». 2018. № 2 (101). С. 91–97.

66. Мінфін : фінансовий портал. URL: <https://minfin.com.ua/> (дата звернення: 06.05.2026).

67. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 1999.

68. Мулик Т. О., Гуцаленко Л. В., Мулик Я. І. Розвиток системи обліково-аналітичного забезпечення управління ліквідністю та платоспроможністю підприємства в умовах цифровізації. Економіка та суспільство. 2024. № 62. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-62-148>.

69. Навроцький О. А. Аграрний бізнес України: реалії сьогодення. Регіональна економіка. 2023. № 1(107). С. 102–109.

70. Нагайчук В. В. Політика управління ліквідністю та платоспроможністю підприємства. Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». 2016. Вип. 16, ч. 2.

71. Насібова О. В., Дзюба В. М. Теоретичні основи управління активами і пасивами підприємства. Економіка. Фінанси. Право. 2018. № 11. С. 21–25.

72. Національний банк України : офіційний вебсайт. URL: <https://bank.gov.ua> (дата звернення: 20.02.2026).

73. Нехайчук Д. В., Нехайчук Ю. С. Щодо інвестиційної діяльності банків на ринку цінних паперів. Фінанси, банки, інвестиції. 2014. № 4. С. 83–88. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-investitsionnoy-deyatelnosti-bankov-na-rynke-tsennyh-bumag.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).

74. Неізнана О. В., Тригубченко Є. Г. Фондовий ринок України в умовах воєнного стану: проблеми та перспективи розвитку. Ефективна економіка. 2023. № 8. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2023.8.33>.

75. Нижник В. М., Абушов Т. А. Аналіз проблематики управлінських процесів в еволюційному розвитку підприємств. Економічний простір. 2023. № 187. С. 124–128. DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/187-20>.

76. Нижник В. М., Абушов Т. А., Іванов М. Оцінювання ресурсних можливостей інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств в умовах цифрової економіки. Modern Engineering and Innovative Technologies. 2024. Issue 31, Part 2. С. 26–32. DOI: <https://doi.org/10.30890/2567-5273.2024-31-00-025>.

77. НКЦПФР анулювала ліцензії АТ «Українська біржа». Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/nktspfr-anuliuvala-litsenzii-at-ukrainska-birzha/> (дата звернення: 20.11.2025).

78. Новикова І. В. Вартісно-орієнтоване управління інвестиційною діяльністю підприємства : дис. ... канд. екон. наук. Суми, 2013. 219 с.

79. Новикова І. В. Концепції вартісно-орієнтованого управління інвестиціями: аналіз суперечностей і переваг. *Бізнес Інформ*. 2012. № 10. С. 84–88.
80. Обертинський Б. В., Заєць Р. В. Теоретичні основи інвестиційної діяльності в умовах ринкової економіки. *Інвестиції: практика та досвід*. 2025. № 1. С. 152–158. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2025.1.152>.
81. Олександренко І. В. Діагностика ліквідності та платоспроможності підприємства. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 6. С. 419–426.
82. Онищенко Ю. І., Іванов М. В. Інвестиційна діяльність банків України: законодавче забезпечення та перспективи розвитку. *Приазовський економічний вісник*. 2021. Вип. 6 (29). С. 82–87. DOI: <https://doi.org/10.32840/2522-4263/2021-6-15>.
83. Орехова К. В. Оцінювання фінансової стійкості підприємства з урахуванням руху капіталу : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 / Харківський національний економічний університет. Харків, 2008. 20 с.
84. Отливанська Г. А. Модель формування інвестиційної програми підприємства з урахуванням цінності. *Вчені записки ТНУ імені В. І. Вернадського. Серія: Економіка і управління*. 2018. Т. 29(68), № 5. С. 82–86.
85. Оцінка стану дотримання Україною принципів IOSCO. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/04/assessment-implemenation-of-iosco-principles-1.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).
86. Пащенко В. О., Проскурівський М. І. Виклики функціонуванню української економіки в умовах війни та пандемії COVID-19. *Development Service Industry Management*. 2023. № 4. С. 248–252. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2023-4\(38\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2023-4(38)).

87. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. Київ : Лібра, 2002. 472 с.
88. Плиса В. Й., Блага Н. В. Державне регулювання фондового ринку в Україні. Львів : Вид-во ННБК «АТБ», 2007.
89. Полтініна О. П. Підходи до формування та використання фінансових ресурсів в аспекті вартісно-орієнтованого управління підприємством. Економіка. Фінанси. Право. 2016. № 12/3. С. 38–42.
90. Поляков М. А. Визначення сучасних тенденцій щодо інвестиційної активності підприємств. Економічний вісник Донбасу. 2024. № 3(77). С. 60–65. URL: <https://www.evd-journal.org/download/2024/3/08-Poliakov.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).
91. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». LIGA360. URL: https://ips.ligazakon.net/document/gh5fz00b?an=16&ed=2018_06_19 (дата звернення: 20.11.2025).
92. Правик Ю. М. Інвестиційний менеджмент : навч. посіб. Київ : Знання, 2007. 431 с.
93. Пресбрифінг щодо рішень Правління Національного банку з монетарної політики. Національний банк України. 17.04.2025. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/presbriefing-schodo-rishen-pravlinnya-natsionalnogo-banku-z-monetarnoї-politiki-20715> (дата звернення: 20.11.2025).
94. Притуляк Н. Факторний аналіз ліквідності активів підприємства. Вісник КНТЕУ. 2020. № 4.
95. Про внесення змін до Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків» та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання та нагляду на ринках капіталу та організованих товарних ринках : Закон України від 22.02.2024 №

3585-IX // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3585-20#Text> (дата звернення: 20.11.2025).

96. Про впорядкування провадження професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках у період дії воєнного стану : Рішення НКЦПФР від 04.08.2022 № 1053 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1053863-22#n5> (дата звернення: 20.11.2025).

97. Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text> (дата звернення: 20.11.2025).

98. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12#Text> (дата звернення: 20.11.2025).

99. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 20.11.2025).

100. Про упорядкування проведення операцій на ринках капіталу на період дії воєнного стану : Рішення НКЦПФР від 08.03.2022 № 144 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0144863-22/ed20220308#Text> (дата звернення: 20.11.2025).

101. Прокопенко Н., Прокопенко К. Управління інвестиційним портфелем: реалії сьогодення. Фінансовий простір. 2016. С. 48–52.

102. Проскурівський М. І. Організований фондовий ринок України: стан та перспективи розвитку. Економіка і організація управління. 2026. Вип. 2 (62). С. 208–219.

103. Проскурівський М. І. Пріоритети інвестиційної активності вітчизняних бізнес-структур в умовах глобальних викликів: сучасні тенденції та перспективи розвитку. Herald of Khmelnytskyi National University. Economic Sciences. 2025. № 6. С. 225–230. DOI: <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2025-348-6-31>.

104. Проскурівський М. І., Долобанько А. О., Гончар В. В. Особливості управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу. Development Service Industry Management. 2024. № 2. С. 289–293. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2024-6\(46\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2024-6(46)).

105. Просович О. М. Формування інвестиційного механізму підприємства. Проблеми економіки та управління : Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Львів : Вид-во НУ «Львівська політехніка», 2003. № 484. С. 159–165.

106. Професійна діяльність на ринках капіталу. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/profesiina-diiialnist-na-rynках-kapitalu/#tab-1> (дата звернення: 06.05.2026).

107. Ремньова Л. М. Управління ліквідністю та платоспроможністю підприємства як складова його фінансового менеджменту. Актуальні проблеми економіки. 2004. № 2. С. 87–95.

108. Річний звіт НБУ за 2022 рік: збереження макрофінансової стабільності та довіри громадян, попри безпрецедентні випробування війною. Національний банк України. 15.05.2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-nbu-za-2022-rik-zberejennya->

makrofinansovoyi-stabilnosti-ta-doviri-gromadyan-popri--bezpretsedentni-viprobuвання-viynoу (дата звернення: 20.11.2025).

109. Рудь О. Формування інвестиційного портфеля підприємства: стратегічний контекст. Сталий розвиток економіки. 2025. № 1 (52). С. 188–195.

110. Русан В., Жураковська Л. Підсумки функціонування аграрного сектора України в 2025 році. Центр економічних і соціальних досліджень. 2026. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2026-04/az_agropidsumki-2025_ukr_060426_0.pdf (дата звернення: 06.05.2026).

111. Селіверстова Л. С. Підходи до формування портфеля фінансових інвестицій. Інвестиції: практика та досвід. 2018. № 5. С. 5–7.

112. Селіверстова Л. С. Управління фінансовими інвестиціями корпорації. Формування ринкових відносин в Україні. 2013. № 11. С. 98–101.

113. Сенік А., Манзій О., Футрик Ю., Степанюк О., Сенік Ю. Інформаційна система підтримки процесів прийняття рішень при формуванні портфеля цінних паперів. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Інформаційні системи та мережі. 2022. № 11. С. 39–55. DOI: <https://doi.org/10.23939/sisn2022.11.039>.

114. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок : навч. посіб. Київ : ЦУЛ, 2005.

115. Соколова Е. О., Чернявська Г. О. Проблеми управління ліквідністю та платоспроможністю підприємства. Збірник наукових праць ДЕТУТ. Серія «Економіка і управління». 2016. Вип. 35. С. 330–338.

116. Сорокіна Л., Гойко А. Модель формування інвестиційної програми будівельного підприємства. Управління розвитком складних систем. 2023. № 53. С. 100–110.

117. Старостенко Г. Г. Управління ліквідністю малого підприємства: теоретичний аспект. Причорноморські економічні студії. 2017. Вип. 16. С. 98–104.

118. Стецько М. В. Ринок капіталів у фінансовому забезпеченні корпоративних підприємств в Україні. URL: <https://api.dspace.wunu.edu.ua/api/core/bitstreams/b534c49e-e414-4f7f-bf48-ebea4c8dc4e6/content> (дата звернення: 06.05.2026).

119. Стецюк П. А. Методичні аспекти формування інвестиційного портфеля підприємств. Економіка. Менеджмент. Бізнес. 2019. № 2 (28). С. 11–20.

120. Танасієнко Н., Врублевський І., Пятничка В., Урізченко В. Забезпечення інвестиційної привабливості підприємницьких структур в умовах війни та післявоєнного періоду на прикладі ТДВ «Хмельницькзалізобетон». Herald of Khmelnytskyi National University. Economic Sciences. 2025. № 2. С. 404–409. DOI: <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2025-340-64>.

121. Танклевська Н. С., Ярмоленко В. В. Сучасний стан та проблеми функціонування фондового ринку в Україні. Ефективна економіка. 2021. № 7. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.7.1>.

122. Тарасова Т. О., Черчата А. О., Ставерська Т. О. Обліково-аналітичне забезпечення ризик-менеджменту в умовах сталого розвитку підприємства. Науковий вісник Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу. 2019. № 2. С. 142–153.

123. Татарин Н. Б., Олійник О. І. Фондовий ринок як один із елементів фінансового ринку: історія та його сучасний стан в Україні. Молодий вчений. 2023. № 3 (115). С. 128–133. DOI: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2023-3-115-24>.

124. Теорія та методологія формування інвестиційно-фінансової стратегії розвитку суб'єктів національного господарства : монографія / за ред. Л. М. Савчук, А. В. Череп. Дніпро : Журфонд, 2019. 420 с.

125. Терен Г. М. Система показників аналізу ліквідності підприємства. Інвестиції: практика та досвід. 2016. № 8. С. 36–41.

126. Ткаченко Н. В. Імплементація та адаптація до української практики європейських принципів управління активами і пасивами страхових компаній. Вісник Університету банківської справи НБУ. 2012. № 3 (15). С. 229–235.
127. Топоркова О. А., Удачина К. О., Подольхов М. М. Індикатори фондового ринку в контексті інвестиційних можливостей фінансових установ. Інвестиції: практика та досвід. 2025. № 9. С. 155–160. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2025.9.155>.
128. Тридід О. М., Орехова К. В. Оцінювання фінансової стійкості підприємства : монографія. Київ : НБУ ; Університет банківської справи, 2010. 143 с.
129. Українська біржа : архівована сторінка вебсайту. Internet Archive. URL: <https://web.archive.org/web/20250617005901/https://www.ux.ua/a11292/?nt=301> (дата звернення: 20.11.2025).
130. Українці обходять валютні обмеження НБУ за допомогою уряду США. Реакція регулятора. Економічна правда. 19.12.2024. URL: <https://epravda.com.ua/finances/valyutni-obmezhennya-nbu-ukrajinci-obhodyat-za-doromogoyu-ssha-801071/> (дата звернення: 20.11.2025).
131. Федоренко В. Г. Інвестиційний менеджмент : навч. посіб. 2-ге вид., допов. Київ : МАУП, 2001. 280 с.
132. Феєр О. В. Управління інвестиційною діяльністю підприємств у ринкових умовах. Lviv Polytechnic National University Institutional Repository. 2016. С. 140–145.
133. Фінанси : підручник / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. 2-ге вид., перероб. і допов. Київ : Знання, 2012.
134. Фінансова стратегія в управлінні підприємствами : монографія / А. Г. Семенов та ін. Запоріжжя : КПУ, 2008. 188 с.

135. Фінансова стратегія підприємства : монографія / І. О. Бланк, Г. В. Ситник, О. В. Корольова-Казанська, І. Г. Ганечко ; за заг. наук. ред. І. О. Бланка. Київ : КНТЕУ, 2009. 147 с.
136. Хрущ Н. А. Інвестиційна діяльність : сучасні стратегії і технології. Хмельницький : ХНУ, 2004. 309 с.
137. Хрущ Н. А. Стратегії компанії: механізми формування й адаптації в сучасному інвестиційному середовищі. Фінанси України. 2008. № 8. С. 45–52.
138. Цивільний кодекс України : Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15#n1102> (дата звернення: 20.11.2025).
139. Череп А. В., Огренич Ю. О., Олейнікова Л. Г., Василенко Д. О. Фінансовий ринок України в умовах цифровізації економіки: сучасний стан, проблеми та перспективи. Реалізація європейського вектору розвитку економіки держави шляхом цифровізації : колективна монографія / за ред. А. В. Череп, І. М. Дашко, Ю. О. Огренич, О. Г. Череп, В. М. Гельман. Запоріжжя : видавець ФОП Мокшанов В. В., 2024. С. 252–263.
140. Череп А. В., Олейнікова Л. Г., Веремеєнко О. О., Кіндій П. Р. Досвід розвинених країн світу щодо розвитку фондового ринку. Актуальні проблеми економіки. 2024. № 5 (275). С. 242–249. DOI: <https://doi.org/10.32752/1993-6788-2024-1-275-242-249>.
141. Череп А. В., Олейнікова Л. Г., Нагаєць С. В., Русінова В. С. Формування збалансованого бюджету як інструмент фінансової безпеки України. Modeling the Development of the Economic Systems. 2024. № 1. С. 257–261. DOI: <https://doi.org/10.31891/mdes/2024-11-38>.
142. Черкасова С. В. Регулювання діяльності банків на вітчизняному ринку цінних паперів. Економіка та суспільство. 2023. № 52. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-52-93>.

143. Чернега В. Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку України. Економіка та суспільство. 2024. № 67. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-67-144>.
144. Шевчук В. Я., Рогожин П. С. Основи інвестиційної діяльності. Київ : Генеза, 1997. 384 с.
145. Школа І. М., Вдовічен А. А., Верстяк О. М., Соколюк О. В. Інвестиційний менеджмент : навч. посіб. Чернівці : ЧТЕІ КНТЕУ, 2015.
146. Шкроміда В. В. Механізм управління фінансовими ресурсами підприємства : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.06.01 / Хмельницький національний університет. Хмельницький, 2005. 21 с.
147. Шулик Ю. В. Стан та перспективи розвитку фондового ринку України. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». 2024. № 33 (61). С. 69–80. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-33\(61\)-69-80](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-33(61)-69-80).
148. Щербань О. Д. Стратегічні орієнтири управління ліквідністю та діловою активністю підприємства. Економічний аналіз. 2016. Т. 23, № 2. С. 206–212.
149. Як обійти валютні обмеження за допомогою державного боргу: рецепт від «Київстару», Kernel та ICU. Економічна правда. 11.06.2025. URL: <https://epravda.com.ua/finances/yak-velikiy-biznes-obhodit-valyutni-obmezhennya-nbu-807822/> (дата звернення: 20.11.2025).
150. 2025 Capital Markets Fact Book. SIFMA Research. 2025. URL: <https://www.sifma.org/research/statistics/fact-book> (дата звернення: 06.05.2026).
151. ACI: Accrued interest. Cbonds. URL: <https://cbonds.com.ua/glossary/aci-accrued-interest/> (дата звернення: 20.11.2025).
152. Agricultural holdings of Ukraine. Ukrainian Business Award. URL: <https://uba.top/agricultural-holdings-of-ukraine/> (дата звернення: 20.11.2025).

153. Andrews P. W. S. Capital Budgeting: Top-management Policy on Plant, Equipment, and Product Development. *The Economic Journal*. 1953. Vol. 63, No. 252. P. 882–885. DOI: <https://doi.org/10.2307/2226656>.

154. Annual reports. Archer-Daniels-Midland Company. URL: <https://investors.adm.com/financials/annual-reports/default.aspx> (дата звернення: 06.05.2026).

155. Annual reports. Bunge Global SA. URL: <https://investors.bunge.com/financial-information/annual-reports> (дата звернення: 06.05.2026).

156. Arasteh A. Combination of real options and game-theoretic approach in investment analysis. *Journal of Industrial Engineering International*. 2016. Vol. 12. P. 361–375. DOI: <https://doi.org/10.1007/s40092-016-0144-z>.

157. Arasteh A. Considering the investment decisions with real options games approach. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*. 2017. Vol. 72. P. 1282–1294. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.rser.2016.10.043>.

158. Barberis N., Shleifer A., Vishny R. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 49, No. 3. P. 307–343. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0).

159. Black F., Scholes M. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81, No. 3. P. 637–654. DOI: <https://doi.org/10.1086/260062>.

160. Breeden D. T. An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities. *Journal of Financial Economics*. 1979. Vol. 7, No. 3. P. 265–296. URL: <https://breeseFINE7110.tulane.edu/wp-content/uploads/sites/16/2015/10/Breeden-Consumption-CAPM.pdf> (дата звернення: 20.05.2026).

161. Brinson G. P., Hood L. R., Beebower G. L. Determinants of portfolio performance. *Financial Analysts Journal*. 1986. Vol. 42, No. 4. P. 39–44.
162. Carhart M. M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*. 1997. Vol. 52, No. 1. P. 57–82. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>.
163. Country default spreads and risk premiums. Damodaran Online. URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/countrystats.html (дата звернення: 11.02.2026).
164. Damodaran A. Data for Current Year. New York University Stern School of Business. URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (дата звернення: 06.05.2026).
165. Dean J. *Capital Budgeting: Top-Management Policy on Plant, Equipment, and Product Development*. New York : Columbia University Press, 1951.
166. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. *Official Journal of the European Union*. 2014. L 173. P. 349–496. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng> (дата звернення: 20.11.2025).
167. Duchin R., Gilbert T., Harford J., Hrdlicka C. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*. 2017. Vol. 72, No. 2. P. 793–852. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12490>.
168. Download Center - Nikkei Indexes. Nikkei Inc. URL: <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index?type=download> (дата звернення: 11.02.2026).

169. ECB/Eurosystem policy and exchange rates. European Central Bank Data Portal. URL: <https://data.ecb.europa.eu/publications/ecbeurosystem-policy-and-exchange-rates/3030624> (дата звернення: 06.05.2026).
170. Effective YTM. Cbonds. URL: <https://cbonds.com.ua/glossary/effective-ytm/> (дата звернення: 20.11.2025).
171. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970. Vol. 25, No. 2. P. 383–417. DOI: 10.2307/2325486.
172. Fama E. F. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. 46, No. 5. P. 1575–1617. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x.
173. Fama E. F., Fisher L., Jensen M. C., Roll R. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*. 1969. Vol. 10, No. 1. P. 1–21. DOI: 10.2307/2525569.
174. Fama E. F., French K. R. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*. 1993. Vol. 33, No. 1. P. 3–56. DOI: 10.1016/0304-405X(93)90023-5.
175. Fama E. F., French K. R. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*. 1996. Vol. 51, No. 1. P. 55–84. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x.
176. Financial reports. IMC. URL: <https://imcagro.com.ua/ua/dlya-investorov/financial-reports> (дата звернення: 06.05.2026).
177. Financial reports. Kernel Holding S.A. URL: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports/> (дата звернення: 06.05.2026).
178. Financial reports. MHP. URL: <https://mhp.com.ua/en/mhp-se/financial-reports> (дата звернення: 06.05.2026).

179. Financial results: Annual results. Astarta Holding PLC. URL: <https://astartaholding.com/en/financial-results-annual-results/> (дата звернення: 06.05.2026).

180. FINRA : official website. Financial Industry Regulatory Authority. URL: <https://www.finra.org> (дата звернення: 20.11.2025).

181. FINRA Manual. Financial Industry Regulatory Authority. URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks> (дата звернення: 20.11.2025).

182. FINVIZ.com: Stock screener. URL: <https://finviz.com/quote.ashx?t=AAPL&p=d> (дата звернення: 31.10.2025).

183. Fisher I. The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It. New York : Macmillan, 1930.

184. FTSE 100. London Stock Exchange. URL: <https://www.londonstockexchange.com/indices/ftse-100> (дата звернення: 11.02.2026).

185. Hansen L. P., Richard S. F. The Role of Conditioning Information in Deducing Testable Restrictions Implied by Dynamic Asset Pricing Models. *Econometrica*. 1987. Vol. 55, No. 3. P. 587–613.

186. Heaton J. B. Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*. 2002. Vol. 31, No. 2. P. 33–45. URL: <https://www.bartlitbeck.com/assets/htmldocuments/managerial%20optimism.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).

187. HKEX Monthly Market Highlights. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited. URL: https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en&select=%7BB874D9B6-E6B3-44CC-AC36-B566A6363CCD%7D (дата звернення: 08.06.2026).

188. Invest. Online Etymology Dictionary. URL: <https://www.etymonline.com/word/invest> (дата звернення: 20.11.2025).

189. Jacobs D. P. The marketable security portfolios of non-financial corporations, investment practices and trends. *The Journal of Finance*. 1960. Vol. 15, No. 3. P. 341–352. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1960.tb01599.x>.

190. Jeffers J. R., Kwon J. A portfolio approach to corporate demands for government securities. *The Journal of Finance*. 1969. Vol. 24, No. 5. P. 905–919.

191. Jegadeesh N., Titman S. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*. 1993. Vol. 48, No. 1. P. 65–91. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>.

192. Kahneman D., Lovallo D. Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management Science*. 1993. Vol. 39, No. 1. P. 17–31. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.39.1.17>.

193. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*. 1979. Vol. 47, No. 2. P. 263–291. DOI: <https://doi.org/10.2307/1914185>.

194. Kang M. G., Mahajan N. *An Introduction to Market-Based Instruments for Agricultural Price Risk Management*. Rome : Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2006. URL: <https://www.fao.org/4/ap308e/ap308e.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).

195. Kenton W. Fisher's Separation Theorem: Concepts, Importance, and Applications. *Investopedia*. Updated January 28, 2026. URL: <https://www.investopedia.com/terms/f/fishersseparationtheorem.asp> (дата звернення: 06.05.2026).

196. Keynes J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London : Palgrave Macmillan, 1936.

197. Lintner J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*. 1965. Vol. 47, No. 1. P. 13–37. DOI: <https://doi.org/10.2307/1924119>.

198. Lovallo D., Kahneman D. Delusions of success: How optimism undermines executives' decisions. *Harvard Business Review*. 2003. Vol. 81, No. 7. P. 56–63. URL: <https://hbr.org/2003/07/delusions-of-success-how-optimism-undermines-executives-decisions> (дата звернення: 20.11.2025).
199. Lucas R. E. Jr. Asset prices in an exchange economy. *Econometrica*. 1978. Vol. 46, No. 6. P. 1429–1445.
200. Malkiel B. G. Passive investment strategies and efficient markets. *European Financial Management*. 2003. Vol. 9, No. 1. P. 1–10. DOI: <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00205>.
201. Malmendier U., Tate G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*. 2005. Vol. 60, No. 6. P. 2661–2700. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.
202. Markowitz H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*. 1952. Vol. 7, No. 1. P. 77–91. DOI: <https://doi.org/10.2307/2975974>.
203. Mehra R., Prescott E. C. The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*. 1985. Vol. 15, No. 2. P. 145–161. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(85\)90061-3](https://doi.org/10.1016/0304-3932(85)90061-3).
204. Merton R. C. An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica*. 1973. Vol. 41, No. 5. P. 867–887. DOI: <https://doi.org/10.2307/1913811>.
205. Migdalas A. Applications of game theory in finance and managerial accounting. *Operational Research*. 2002. Vol. 2. P. 209–241. DOI: <https://doi.org/10.1007/BF02936328>.
206. Mossin J. Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*. 1966. Vol. 34, No. 4. P. 768–783. DOI: <https://doi.org/10.2307/1910098>.
207. MSCI 2025 Global Market Accessibility Review Report. MSCI. 2025. URL: <https://www.msci.com/downloads/web/msci-com/indexes/index-resources/market->

classification/MSCI_2025_GLOBAL_MARKET_ACCESSIBILITY_REVIEW_REPORT.pdf (дата звернення: 06.05.2026).

208. Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. 2017. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd561.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).

209. Pietruska J. Temporalities of speculation and discounting in the twentieth century. *Finance and Society*. 2024. Vol. 10, No. 3. P. 287–296. DOI: <https://doi.org/10.1017/fas.2024.17>.

210. Ross S. A. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*. 1976. Vol. 13, No. 3. P. 341–360.

211. Qian E. Risk Parity Portfolios: Efficient Portfolios Through True Diversification. PanAgora Asset Management, 2005. URL: <https://www.panagora.com/assets/PanAgora-Risk-Parity-Portfolios-Efficient-Portfolios-Through-True-Diversification.pdf> (дата звернення: 20.11.2025).

212. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012. *Official Journal of the European Union*. 2014. L 173. P. 84–148. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj/eng> (дата звернення: 20.11.2025).

213. Result center. Adecoagro S.A. URL: <https://ir.adecoagro.com/result-center/> (дата звернення: 06.05.2026).

214. Rules and regulations. U.S. Securities and Exchange Commission. URL: <https://www.sec.gov/rules-regulations> (дата звернення: 20.11.2025).

215. Securities Exchange Act of 1934, Section 3(a)(10), 15 U.S.C. § 78c. Legal Information Institute. URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78c> (дата звернення: 20.11.2025).

216. Sharko M. V., Gonchar O. I., Pashchenko V. O., Proskurivskiy M. I., Fomishyna V. M., Zinovskiy A. V., Bondarenko S. O. Adapting statistical criteria to currency risk management in the context of global uncertainty. *ЕКОНОМІКА ТА МЕНЕДЖМЕНТ*. 2025. № 1. С. 169–177. DOI: [https://doi.org/10.15589/znp2025.1\(499\).24](https://doi.org/10.15589/znp2025.1(499).24).

217. Sharpe W. F. A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*. 1963. Vol. 9, No. 2. P. 277–293.

218. Sharpe W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964. Vol. 19, No. 3. P. 425–442. DOI: <https://doi.org/10.2307/2977928>.

219. Sharpe W. F. The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*. 1991. Vol. 47, No. 1. P. 7–9. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v47.n1.7>.

220. Sharpe W. F., Alexander G. J., Bailey J. V. *Investments*. Upper Saddle River : Prentice Hall, 1999.

221. Shefrin H., Statman M. Behavioral capital asset pricing theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1994. Vol. 29, No. 3. P. 323–349. DOI: <https://doi.org/10.2307/2331334>.

222. Shefrin H., Statman M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*. 1985. Vol. 40, No. 3. P. 777–790. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>.

223. Smit H. T. J., Ankum L. A real options and game-theoretic approach to corporate investment strategy under competition. Erasmus University Rotterdam, 1993. URL: https://repub.eur.nl/pub/12268/ARealOption_1993.pdf (дата звернення: 20.11.2025).

224. Smit H. T. J., Trigeorgis L. *Strategic Investment: Real Options and Games*. Princeton: Princeton University Press, 2004. URL:

https://books.google.com/books/about/Strategic_Investment.html?id=pN41ZtNoqBE
С (дата звернення: 20.11.2025).

225. Stambaugh R. F., Yuan Y. Mispricing factors. *The Review of Financial Studies*. 2017. Vol. 30, No. 4. P. 1270–1315. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw107>.

226. Statman M. Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*. 1999. Vol. 55, No. 6. P. 18–27. DOI: <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2311>.

227. Stefaniv I. Удосконалення системи управління ліквідністю підприємства. *Економічний аналіз*. 2025. Т. 35, № 4. С. 129–135.

228. Stiglitz J. E., Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*. 1981. Vol. 71, No. 3. P. 393–410.

229. Stock market capitalization by country, around the world. *TheGlobalEconomy.com*. URL: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/stock_market_capitalization/ (дата звернення: 20.11.2025).

230. Tversky A., Kahneman D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*. 1974. Vol. 185, No. 4157. P. 1124–1131. DOI: <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>.

231. Value traded in stock markets by country, around the world. *TheGlobalEconomy.com*. URL: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/value_traded/ (дата звернення: 20.11.2025).

232. WIG Historical Price Quotes. *Seeking Alpha*. URL: <https://seekingalpha.com/symbol/WIG/historical-price-quotes> (дата звернення: 11.02.2026).

233. World Bank Open Data : Free and open access to global development data. URL: <https://data.worldbank.org/> (дата звернення: 11.02.2026).

234. Yahoo Finance : financial news, data and market information. URL: <https://finance.yahoo.com/> (дата звернення: 11.02.2026).
235. Yaremko S. A., Kuzmina E. M., Savina N. B., Yepifanova I. Yu., Gordiichuk H. B., Mussayeva D. Forecasting business processes in the management system of the corporation. *Informatyka, Automatyka, Pomiarы w Gospodarce i Ochronie Środowiska*. 2022. Vol. 12, No. 4. P. 53–59. DOI: <https://doi.org/10.35784/iapgos.3249>.
236. Yepifanova I., Dzhedzhula V. Mathematical model of intellectual decision-making support for the selection of the enterprise's optimal production plan under conditions of energy restrictions. *Data-Centric Business and Applications. Lecture Notes on Data Engineering and Communications Technologies*. Cham : Springer, 2025. Vol. 240. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-031-81557-7_21.
237. Zinchenko O., Anisimova O., Mishchuk I. Система формування механізму розвитку економічного та фінансового потенціалу підприємства в умовах інтелектуалізації та цифровізації суспільства. *Economic Analysis*. 2025. Т. 35, № 4. С. 374–385. DOI: <https://doi.org/10.35774/econa2025.04.374>.

ДОДАТКИ

Додаток А



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХМЕЛЬНИЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

вул. Інститутська 11, Хмельницький-16, 29016, тел.: (0382) 67-02-76, факс: (0382) 67-42-65
 e-mail: centr@khmnu.edu.ua, код ЄДРПОУ 02071234

№ _____

На № 2/11 від 24.12.2025р.

ДОВІДКА

про зв'язок дисертаційної роботи Проскурівського Михайла Івановича на тему «Управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу» на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 076 – Підприємництво, торгівля та біржова діяльність в галузі знань 07 – Управління та адміністрування з науковими програмами, планами, темами Хмельницького національного університету

Дисертаційна робота Проскурівського М.І. на тему «Управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу» виконана відповідно до тематики науково-дослідних робіт Хмельницького національного університету в межах наукової теми кафедри економічної теорії, підприємництва та торгівлі «Регулювання національної економіки та формування стратегічних пріоритетів розвитку підприємницької та біржової діяльності за умов євроінтеграції» (2023-2025 рр., номер державної реєстрації 0123U100797).

Автор Проскурівський М.І. приймав також участь у виконанні госпдоговірної науково-дослідної теми: «Стратегізація управління потенціалом підприємницьких структур у післявоєнній відбудові економіки України на засадах інноваційності» (54-2025, № ДР 125U003292, 2025-2026рр.), де автором сформовано теоретико-методичні підходи щодо групування чинників, які визначають вибір механізмів управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур в сучасних умовах динамічних змін ринку та необхідності повоєнної відбудови економіки України.

Проректор з науково-педагогічної роботи Хмельницького національного університету д.е.н., проф.



Віктор Нижник
 Віктор НИЖНИК

Д. Додаток
 ХНУ. Зам. № 3/26, в. 1000, 2026



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХМЕЛЬНИЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

вул. Інститутська 11, Хмельницької-16, 29016, тел.: (0382) 67-02-76, факс: (0382) 67-42-65
 e-mail: centr@khmnu.edu.ua, код ЄДРПОУ 02071234

№ _____

На № 2/10 від 24.12.2025р.

ДОВІДКА

про використання результатів дисертаційної роботи
 Проскурівського Михайла Івановича
 на тему «Управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на
 організованих ринках капіталу»
 на здобуття наукового ступеня доктора філософії
 за спеціальністю 076 – Підприємництво, торгівля та біржова діяльність
 в галузі знань 07 – Управління та адміністрування
 у навчальному процесі Хмельницького національного університету

Науково-методичні результати і висновки дисертаційної роботи
 Проскурівського М.І. на тему «Управління інвестиційною діяльністю бізнес-
 структур на організованих ринках капіталу» характеризуються науковою
 новизною, мають теоретичну і практичну цінність, використовуються у
 навчальному процесі Хмельницького національного університету при
 підготовці здобувачів вищої освіти економічних і управлінських
 спеціальностей в якості основи навчальних дисциплін: «Формування
 потенціалу бізнес-структур», «Управління потенціалом підприємства»,
 «Інновації та інноваційне підприємництво», а також при виконанні курсових
 робіт.

Проректор з науково-педагогічної
 роботи Хмельницького національного
 університету д.е.н., проф.



Віктор НИЖНИК



ХМЕЛЬНИЦЬКА ТОРГОВО-ПРОМИСЛОВА ПАЛАТА

KHMELNITSKY CHAMBER OF COMMERCE AND INDUSTRY

Україна, 29001, м. Хмельницький, вул. Подільська, 109/1
 тел./факс +38(0382)78-53-69, 78-53-79, 78-53-62
<http://tppua.org>

109/1, Podilska Str., Khmelnytsky, 29001, Ukraine
 tel./fax +38(0382)78-53-69, 78-53-79, 78-53-62
tpp-un@i.ua

№ 22-01/ 424.1
 від 02.05.2025 р.

ДОВІДКА
 про впровадження результатів
 дисертаційної роботи
Проскурівського Михайла Івановича
 на здобуття наукового ступеня доктора філософії
 за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»
 в галузі знань 07 «Управління та адміністрування»

В сучасних умовах війни в Україні, руйнації та знищення частини бізнесів, інвестиційна діяльність набуває особливої актуальності, адже саме інвестиції є рушійною силою відновлення, інноваційного розвитку, модернізації бізнесу та підвищення конкурентоспроможності структур. Україна стикається з необхідністю адаптувати свої бізнес-моделі до нових реалій ринку і світової економіки.

Автор дисертації Проскурівський М.І. обґрунтував теоретико-методичні підходи щодо управління інвестиційною діяльністю підприємницьких структур із врахуванням специфіки та активної взаємодії на організованих ринках капіталу. Фондові біржі в сучасних умовах відіграють ключову роль у забезпеченні стабільного та сталого фінансового зростання.

Напрацювання автора, практична реалізація сформованого дисертантом Проскурівським М.І. інструментарію та механізму управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу сприятиме ефективному розподілу фінансових ресурсів, вибору пріоритетних для інвестиційних проєктів, а також забезпечуватиме можливості нарощувати капітал і розвивати бізнес як окремих підприємницьких структур, так і Хмельницького регіону загалом.

Президент
 Хмельницької П



Наталія БЕЛЯКОВА

**ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційної роботи

ПРОСКУРІВСЬКОГО МИХАЙЛА ІВАНОВИЧА

"Управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур на організованих ринках капіталу"

на здобуття наукового ступеня

доктора філософії

за спеціальністю 076 "Підприємництво, торгівля та біржова діяльність"

в галузі знань 07 "Управління та адміністрування"

Результати дисертаційного дослідження Михайла Проскурівського мають практичну важливість, зокрема, запропонована ним методика управління інвестиціями на організованих ринках капіталу, що враховує масштаб діяльності організації, її інвестиційну стратегію та витрати, пов'язані із самим процесом управління. Методика спрощує оцінку інвестиційних можливостей та дозволяє кількісно враховувати фактор невизначеності. Розроблені рекомендації дозволяють покращити якість прийняття інвестиційних рішень та більш ефективно управляти ліквідними активами компанії.

Апробація зазначених методики і рекомендацій у процесі діяльності Aleph One підтвердила, що вони мають прикладний характер та можуть застосовуватися у інвестиційній діяльності бізнес-структур.

Директор

Aleph One

110 Wall St.

New York, 10005

USA

Станіслав Синько

ПРИВАТНЕ ПІДПРИЄМСТВО «УКРАЇНА-АГРО-2С»

Україна, 31609, Хмельницька обл., Кам'янець-Подільський р-н, с. Юрківці, вул. Хмельницьке
шосе, 2 Ідентифікаційний код ЄДРПОУ 36213463,
Рахунок UA97334851000000026007228845 в АТ «ПУМБ» МФО 380805,
тел.. +380680709970, email: sgk.ukraine@gmail.com

№17 від 11.02.2026

Довідка

про впровадження результатів

дисертаційної роботи Проскурівського Михайла Івановича

«Управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур
на організованих ринках капіталу»

Результати наукового дослідження Проскурівського Михайла Івановича мають практичне значення і можуть використовуватися у діяльності приватного підприємства «Україна – Агро – 2С». Розроблений автором науково-методичний підхід щодо формування інвестиційного портфелю цінних паперів з урахуванням бізнес-стратегії підприємства, принципів управління активами і зобов'язаннями, та особливостей практичної реалізації інвестиційних стратегій має прикладний характер і може застосовуватися агропромисловими підприємствами.

Генеральний директор
ПП «Україна – Агро – 2С»



Олег СКРИНЧУК

ДОВІДКА

про впровадження результатів
дисертаційної роботи

ПРОСКУРІВСЬКОГО МИХАЙЛА ІВАНОВИЧА

на здобуття наукового ступеня
доктора філософії

за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»
в галузі знань 07 «Управління та адміністрування»

Глобальні сучасні виклики на лише трансформують підприємницьке середовище, але і значною мірою впливають на інвестиційний клімат в Україні. Незважаючи на ризики, що існують, активна інвестиційна політика є необхідною як для відновлення зруйнованих та релокованих підприємств в умовах війни, так і для підвищення конкурентоспроможності бізнес-структур і їх адаптації до змін світових ринків.

Дисертант Проскурівський М.І. розробив структуру системи комплексного оцінювання інвестиційних проєктів, спрямованих на підвищення фінансової стійкості бізнес-структур та зростання їх конкурентоспроможності.

Розробки дисертаційного дослідження Проскурівського М.І. мають теоретичне та прикладне значення. Апробація обґрунтованого автором механізму управління інвестиційною діяльністю ТОВ «Трієра Сторедж» на організованих ринках капіталу, підтвердила його дієвість та результативність і сприятиме вибору оптимальних інвестиційних проєктів для подальшого розвитку підприємницької діяльності.

Директор
ТОВ «Трієра Сторедж»



Віталій ПАЛЮХ

ДОВІДКА

про впровадження результатів
дисертаційної роботи на тему «УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ
БІЗНЕС-СТРУКТУР НА ОРГАНІЗОВАНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ»
Проскурівського Михайла Івановича
на здобуття наукового ступеня доктора філософії в галузі знань 07 «Управління та
адміністрування» за спеціальністю
076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»

№ 89 від 03. 2026р.

Турбулентність ринку, євроінтеграційні трансформації, сучасні виклики воєнного стану країни спонукають підприємницькі структури до активізації інвестиційної діяльності. Актуальність теми дисертації Проскурівського М.І. обумовлена глибокими структурними змінами у фінансовій системі, глобалізацією фінансових ринків та ускладненням умов функціонування суб'єктів господарювання. В умовах жорсткої банківської політики та високої вартості кредитних ресурсів організовані ринки капіталу стають для бізнес-структур життєво необхідною альтернативою для залучення довгострокових інвестицій. Розробка ефективних стратегій виходу підприємств на ринки капіталу є запорукою їхньої фінансової стійкості та розвитку.

Пройшли апробацію у компанії ТМ Berdichevski та заслуговують на увагу розроблені автором Проскурівським М.І. елементи організаційного забезпечення управління інвестиційною діяльністю підприємства як трирівневої системи, що включає стратегічний, методичний та операційний рівні і забезпечує створення формалізованих правил та практичне виконання успішних інвестиційних рішень.

Потреба в диверсифікації джерел фінансування бізнесу, стрімка цифровізація інструментів фондового ринку, критичний рівень ринкової волатильності, а також необхідність інтеграції вітчизняних підприємств у європейський фінансовий простір зумовлюють високу актуальність дослідження Проскурівським М.І. механізмів управління інвестиційною діяльністю бізнес-структур і розроблений автором інструментарій застосування точного планування використання інвестиційних ресурсів на основі методики ALM (управління активами і пасивами).

Директор
ТМ Berdichevski

Валентина БЕРДИЧЕВСЬКА



Додаток Б

Таблиця Б.1

Дані для оцінки привабливості фондових ринків для іноземних інвесторів*

Країна	Кількість компаній**	Загальна капіталізація, трлн. дол. США**	Наявність фінансових інструментів***	Конвертованість валюти****
Австралія	1454	1,2	2	3
Нова Зеландія	105	0,1	2	2
Гонконг	1305	1,2	2	3
Ізраїль	541	0,4	2	2
Індія	4520	4,0	0	1
Індонезія	746	0,7	2	1
Китай	6128	15,6	2	3
ОАЕ	107	0,8	2	1
Пакистан	369	0,1	2	1
Республіка Корея	2486	2,4	0	3
Саудівська Аравія	326	2,1	2	1
Туреччина	512	0,3	0	1
Японія	3760	6,4	2	3
Єгипет	162	0,0	2	1
Нігерія	85	0,0	2	0
ПАР	158	0,3	2	2
Велика Британія	831	3,1	2	3
Іспанія	178	0,8	2	3
Італія	343	0,6	2	3
Нідерланди	99	1,4	2	3
Німеччина	520	2,3	2	3
Польща	559	0,2	2	2
Румунія	198	0,1	2	2
Франція	534	3,0	2	3
Швейцарія	211	2,2	2	3
Аргентина	60	0,1	0	1
Бразилія	245	0,4	0	1
Мексика	91	0,5	2	2
Чилі	98	0,2	2	1
Канада	2392	2,7	2	3
США	4770	59,9	2	3
Максимум	6128	59,9	2	3

*сформовано автором

** [164]

*** за даними MSCI [207]

****за даними НБУ [72], 3 - найліквідніші валюти, 2 - інші валюти 1 групи, 1 - валюти 2 групи, 0 - валюти 3 групи

Таблиця Б.2

Визначення інтегральної оцінки привабливості фондових ринків для іноземних інвесторів*

Країна	Кількість компаній, % від максимуму	Загальна капіталізація, % від максимуму	Наявність фінансових інструментів, % від максимуму	Вільно-конвертована валюта, % від максимуму	Середнє	Інтегральна оцінка привабливості (від 0 до 100)
Австралія	24%	2%	100%	100%	56%	56
Нова Зеландія	2%	0%	100%	67%	42%	42
Гонконг	21%	2%	100%	100%	56%	56
Ізраїль	9%	1%	100%	67%	44%	44
Індія	74%	7%	0%	33%	28%	28
Індонезія	12%	1%	100%	33%	37%	37
Китай	100%	26%	100%	100%	82%	82
ОАЕ	2%	1%	100%	33%	34%	34
Пакистан	6%	0%	100%	33%	35%	35
Республіка Корея	41%	4%	0%	100%	36%	36
Саудівська Аравія	5%	3%	100%	33%	36%	36
Туреччина	8%	0%	0%	33%	11%	11
Японія	61%	11%	100%	100%	68%	68
Єгипет	3%	0%	100%	33%	34%	34
Нігерія	1%	0%	100%	0%	25%	25
ПАР	3%	1%	100%	67%	42%	42
Велика Британія	14%	5%	100%	100%	55%	55
Іспанія	3%	1%	100%	100%	51%	51
Італія	6%	1%	100%	100%	52%	52
Нідерланди	2%	2%	100%	100%	51%	51
Німеччина	8%	4%	100%	100%	53%	53
Польща	9%	0%	100%	67%	44%	44
Румунія	3%	0%	100%	67%	42%	42
Франція	9%	5%	100%	100%	53%	53
Швейцарія	3%	4%	100%	100%	52%	52
Аргентина	1%	0%	0%	33%	9%	9
Бразилія	4%	1%	0%	33%	10%	10
Мексика	1%	1%	100%	67%	42%	42
Чилі	2%	0%	100%	33%	34%	34
Канада	39%	5%	100%	100%	61%	61
США	78%	100%	100%	100%	94%	94

*розраховано та сформовано автором

Додаток В

Таблиця В.1

Аналіз сезонності показників фінансово-економічної діяльності агропромислових компаній*

Компанія**	Показник	Використана метрика***	Медіана 1 квартал	Медіана 2 квартал	Медіана 3 квартал	Медіана 4 квартал	Амплітуда	F (ANOVA)	p (ANOVA)	H (Kruskal-Wallis)	p (Kruskal-Wallis)	η^2	Коеф-т варіації	Інтерпретація	Клас сезонності
К	Дохід	1	1,1594	1,1157	0,9399	0,7850	0,3744	237,8197	0,0000	37,6116	0,0000	0,9469	0,1547	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 1 кв., мінімум - на 4 кв., p(ANOVA)=0,0000, $\eta^2=0,947$, амплітуда=0,374	Помірна
К	Витрати	1	1,1531	1,0932	0,9805	0,7732	0,3799	186,0173	0,0000	37,8011	0,0000	0,9331	0,1517	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 1 кв., мінімум - на 4 кв., p(ANOVA)=0,0000, $\eta^2=0,933$, амплітуда=0,380	Помірна
К	Чистий прибуток	2	0,7317	0,8959	0,8725	0,7726	0,1642	0,1850	0,9060	22,6342	0,0000	0,0137	0,7197	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 2 кв., мінімум - на 1 кв., p(ANOVA)=0,9060, $\eta^2=0,014$, амплітуда=0,164	Слабка / неістотна
К	Залишок грошових коштів на кінець періоду	1	0,9700	0,8933	1,1519	0,9848	0,2586	197,2002	0,0000	36,7983	0,0000	0,9367	0,0986	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 3 кв., мінімум - на 2 кв., p(ANOVA)=0,0000, $\eta^2=0,937$, амплітуда=0,259	Помірна

К	Операційний грошовий потік	2	-0,3460	0,2879	0,9427	1,6961	2,0421	15,2662	0,0000	27,0000	0,0000	0,5338	1,6283	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,534$, амплітуда=2,042	Сильна
К	Інвестиційний грошовий потік	2	-1,4515	-1,0358	-0,7500	-0,7628	0,7015	469,1747	0,0000	36,3994	0,0000	0,9724	0,2919	Показник демонструє слабку, але статистично відокремлену сезонну компоненту; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,972$, амплітуда=0,701	Слабка / статистично помітна
К	Фінансовий грошовий потік	2	-0,5936	-0,4075	-0,3509	-0,4662	0,2427	0,1320	0,9405	8,3333	0,0396	0,0098	2,0240	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,9405$, $\eta^2=0,010$, амплітуда=0,243	Слабка / неістотна
К	Чистий грошовий потік	2	-1,1096	-0,2408	0,5724	1,3101	2,4197	19,3752	0,0000	25,8540	0,0000	0,5924	8,9238	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,592$, амплітуда=2,420	Сильна
М	Дохід	1	0,9550	1,0171	1,0536	0,9743	0,0986	51,4398	0,0000	35,6281	0,0000	0,7942	0,0434	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,794$, амплітуда=0,099	Слабка / неістотна
М	Витрати	1	0,9664	1,0247	1,0494	0,9595	0,0899	61,5070	0,0000	33,9884	0,0000	0,8218	0,0426	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 4 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,822$, амплітуда=0,090	Слабка/неістотна

М	Чистий прибуток	2	0,5614	0,6506	0,6968	0,6367	0,1354	0,0527	0,9838	14,9647	0,0018	0,0039	1,2323	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,9838$, $\eta^2=0,004$, амплітуда=0,135	Слабка / неістотна
М	Залишок грошових коштів на кінець періоду	1	0,9184	0,9874	1,0642	1,0301	0,1458	74,6390	0,0000	36,7697	0,0000	0,8484	0,0597	Показник демонструє слабку, але статистично відокремлювану сезонну компоненту; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,848$, амплітуда=0,146	Слабка / статистично помітна
М	Операційний грошовий потік	2	-0,0929	0,8115	1,2027	1,8929	1,9858	2349,9496	0,0000	40,3333	0,0000	0,9944	0,7634	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,994$, амплітуда=1,986	Помірна
М	Інвестиційний грошовий потік	2	-1,1594	-1,0556	-0,8860	-0,8989	0,2734	136,1793	0,0000	36,4215	0,0000	0,9108	0,1205	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,911$, амплітуда=0,273	Слабка / неістотна
М	Фінансовий грошовий потік	2	-1,2173	-0,8954	-0,9108	-0,9765	0,3219	128,4269	0,0000	31,3802	0,0000	0,9059	0,1372	Показник демонструє відсутність стійкої квартальної сезонної компоненти або її слабкість; максимум припадає на 2 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,906$, амплітуда=0,322	Слабка / неістотна
М	Чистий грошовий потік	2	-1,7001	-0,1424	0,5254	1,4595	3,1596	174,5044	0,0000	38,3234	0,0000	0,9290	33,9682	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,929$, амплітуда=3,160	Сильна

A	Дохід	1	0,6507	0,8295	1,0608	1,4589	0,8082	313,4762	0,0000	39,0000	0,0000	0,9592	0,3121	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,959$, амплітуда=0,808	Сильна
A	Витрати	1	0,7187	0,8670	1,0840	1,3302	0,6115	328,1082	0,0000	39,4540	0,0000	0,9610	0,2381	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,961$, амплітуда=0,611	Сильна
A	Чистий прибуток	2	0,2275	0,7363	1,0866	1,9496	1,7221	4327,5694	0,0000	40,3333	0,0000	0,9969	0,6358	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,997$, амплітуда=1,722	Помірна
A	Залишок грошових коштів на кінець періоду	1	0,7670	0,9204	1,2362	1,0763	0,4692	230,0030	0,0000	39,8176	0,0000	0,9452	0,1819	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,945$, амплітуда=0,469	Помірна
A	Операційний грошовий потік	2	-0,4546	0,1048	0,7403	2,5088	2,9635	267,9775	0,0000	36,3333	0,0000	0,9526	1,5920	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,953$, амплітуда=2,963	Сильна
A	Інвестиційний грошовий потік	2	-1,3286	-1,0929	-0,8740	-0,7045	0,6241	208,1113	0,0000	40,2011	0,0000	0,9398	0,2446	Показник демонструє слабку, але статистично відокремлювану сезонну компоненту; максимум припадає на 4 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,940$, амплітуда=0,624	Слабка / статистично помітна
A	Фінансовий грошовий потік	2	-1,4332	-0,8956	-0,7853	-0,8859	0,6479	367,6552	0,0000	34,2275	0,0000	0,9650	0,2614	Показник демонструє слабку, але статистично відокремлювану сезонну компоненту; максимум припадає на 3 КВ., мінімум - на 1 КВ., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,965$, амплітуда=0,648	Слабка / статистично помітна

A	Чистий грошовий потік	2	-1,3673	-0,5782	0,1187	1,8003	3,1676	263,7795	0,0000	39,1565	0,0000	0,9519	182,7309	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,952$, амплітуда=3,168	Сильна
I	Дохід	1	0,5825	0,8207	0,9894	1,6074	1,0249	222,6250	0,0000	35,9433	0,0000	0,9435	0,3950	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,943$, амплітуда=1,025	Сильна
I	Витрати	1	0,7296	0,8682	0,9992	1,4030	0,6735	97,0385	0,0000	35,1168	0,0000	0,8792	0,2713	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,879$, амплітуда=0,673	Сильна
I	Чистий прибуток	2	0,0750	0,3888	0,6848	1,3968	1,3218	3,3998	0,0268	16,3333	0,0010	0,2032	1,7250	Показник демонструє помірну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0268$, $\eta^2=0,203$, амплітуда=1,322	Помірна
I	Залишок грошових коштів на кінець періоду	1	0,6972	0,9070	1,3074	1,0884	0,6101	342,8792	0,0000	40,3333	0,0000	0,9626	0,2320	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 3 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,963$, амплітуда=0,610	Сильна
I	Операційний грошовий потік	2	-0,5407	0,1349	0,8070	2,3459	2,8866	264,9666	0,0000	36,3333	0,0000	0,9521	1,6149	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,952$, амплітуда=2,887	Сильна
I	Інвестиційний грошовий потік	2	-1,3826	-1,0060	-0,8577	-0,7537	0,6289	133,2737	0,0000	36,8689	0,0000	0,9091	0,2529	Показник демонструє слабку, але статистично відокремлювану сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., $p(\text{ANOVA})=0,0000$, $\eta^2=0,909$, амплітуда=0,629	Слабка / статистично помітна

I	Фінансовий грошовий потік	2	-1,4660	-0,8891	-0,7925	-0,8523	0,6736	391,5652	0,0000	32,0028	0,0000	0,9671	0,2790	Показник демонструє слабку, але статистично відокремлену сезонну компоненту; максимум припадає на 3 кв., мінімум - на 1 кв., p(ANOVA)=0,0000, $\eta^2=0,967$, амплітуда=0,674	Слабка / статистично помітна
I	Чистий грошовий потік	2	-1,4819	-0,4949	0,2354	1,7228	3,2046	371,7928	0,0000	40,2011	0,0000	0,9654	259,5946	Показник демонструє сильну сезонну компоненту; максимум припадає на 4 кв., мінімум - на 1 кв., p(ANOVA)=0,0000, $\eta^2=0,965$, амплітуда=3,205	Сильна

*розраховано та сформовано автором за даними квартальної та річної звітності компаній [176, 177, 178, 179]

** К – Кернел, М – МХП, А – Астарта, І - ІМК

*** 1 – нормування за квартальною медіаною, 2 - знаковий індекс, нормований за медіанним абсолютним квартальним значенням

Додаток Г

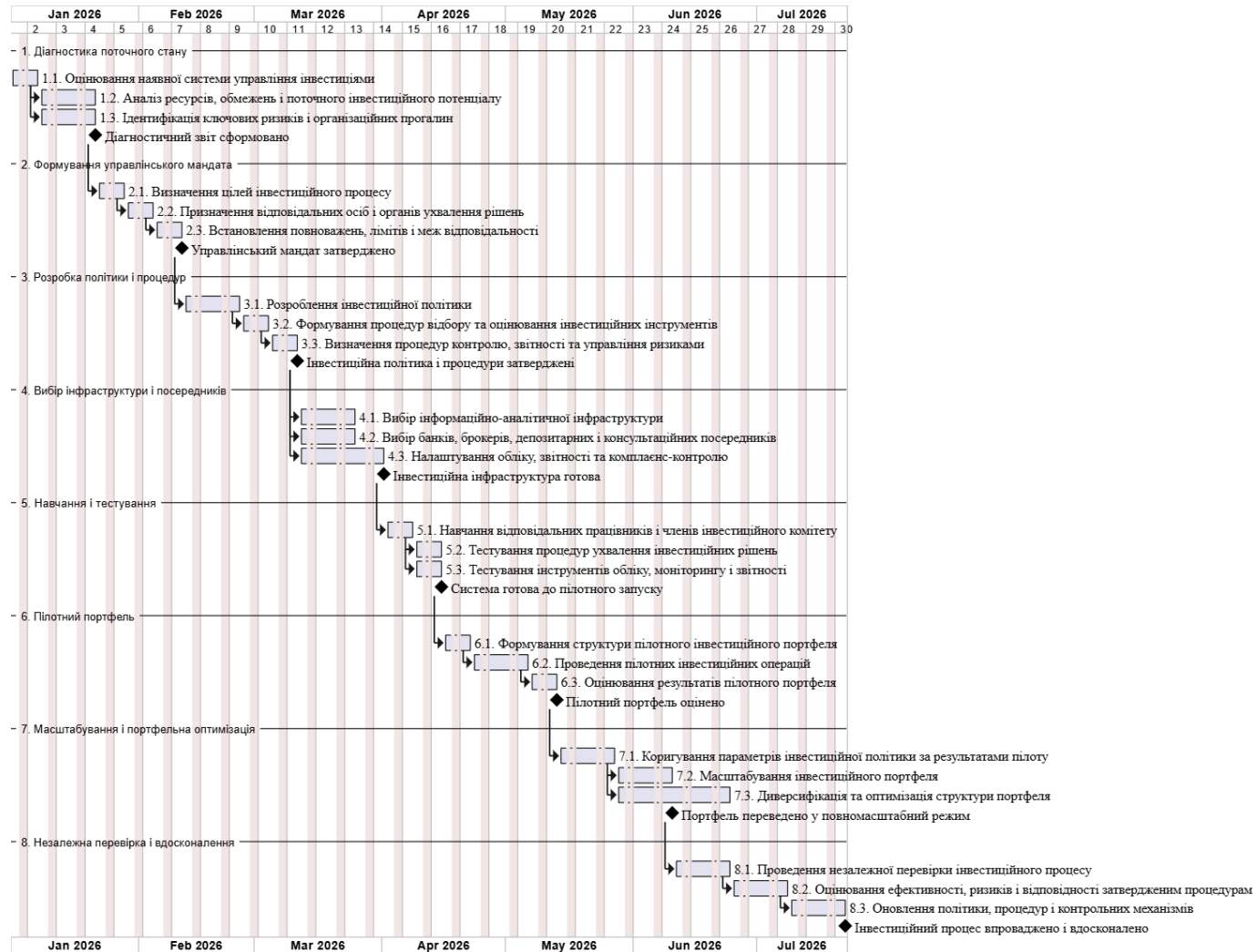


Рис. Г.1. Зразок дорожньої карти впровадження інвестиційного процесу у вигляді діаграми Ганта*

*розроблено автором

Додаток Д

Таблиця Д.1

Узагальнені пріоритети системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу*

Код	Узагальнений пріоритет
П1	Збереження капіталу та фінансова безпека
П2	Підтримання ліквідності і платоспроможності
П3	Оптимізація співвідношення дохідність / ризик
П4	Диверсифікація портфеля і зниження концентрації ризику
П5	Підтримка стратегічного розвитку та зростання вартості бізнесу
П6	Хеджування валютних, процентних і ринкових ризиків
П7	Формалізація інвестиційної політики, лімітів, звітності та KPI
П8	Регуляторна відповідність і контроль допустимих інструментів
П9	Простота інструментарію та мінімізація витрат
П10	Накопичення резервів під майбутні інвестиційні проєкти

*розроблено автором

Таблиця Д.2

Зв'язок між чинниками та пріоритетами системи управління інвестиційною діяльністю на організованих ринках капіталу*

Чинник	Конкретне значення чинника	Пріоритети	Управлінська інтерпретація зв'язку
Масштаб діяльності	Малий	П1, П2, П9	Невеликий масштаб обмежує ресурсну базу та можливості професійного управління, тому система має бути простою, ліквідною і спрямованою на захист капіталу
	Середній	П3, П4, П7	Середній бізнес потребує формалізованої інвестиційної політики, базової диверсифікації та балансування між дохідністю і ризиком
	Великий	П4, П5, П7, П8	Велика бізнес-структура потребує портфельного підходу, розвиненої системи управління, регламентів, контролю інструментів і стратегічної алокації активів
Галузева специфіка	Капіталомістка / регульована	П1, П2, П8, П10	Капіталомісткі або регульовані галузі потребують обережного управління, резервування коштів, відповідності політикам і захисту ресурсів під реальні інвестиції
	Гнучка / інноваційна	П5, П3, П4	Гнучкі та інноваційні галузі допускають активнішу інвестиційну політику, спрямовану на розвиток, диверсифікацію та підвищення дохідності
Сезонність і ритмічність грошових потоків	Висока сезонність / нерівномірні потоки	П2, П10, П1	Нерівномірність грошових потоків потребує календаря ліквідності, резервів і узгодження строків інструментів із майбутніми потребами бізнесу
	Низька сезонність / рівномірні потоки	П3, П5	Рівномірні грошові потоки дозволяють планувати регулярно інвестування, використовувати довший горизонт і орієнтуватися на ефективність капіталу
Рівень диверсифікації бізнесу	Низький	П4, П1	Низька диверсифікація основного бізнесу підвищує концентрацію ризику, тому фінансовий портфель має виконувати компенсаторну функцію
	Середній	П4, П3	Середній рівень диверсифікації потребує подальшого розподілу ризиків між інструментами, емітентами, секторами і строками вкладень

	Високий	П7, П5	Висока диверсифікація бізнесу потребує узгодження інвестиційного портфеля із загальною корпоративною структурою та стратегічними цілями групи
Стадія життєвого циклу	Створення	П1, П2, П9	На початковій стадії головним є збереження ресурсів, підтримання ліквідності та уникнення складних або витратних інвестиційних рішень
	Зростання	П5, П10, П2	На стадії зростання інвестиційна діяльність має підпорядковуватися потребам розвитку, накопиченню ресурсів і підтриманню достатньої ліквідності
	Зрілість	П3, П4, П5	Зрілий бізнес може формувати повноцінну портфельну стратегію, поєднуючи дохідність, стабільність, диверсифікацію та довгострокову вартість
	Спад / реструктуризація	П1, П2, П9	У фазі спаду або реструктуризації інвестиційна система має виконувати антикризову функцію: захист капіталу, ліквідність і мінімізація витрат
Стратегічна орієнтація бізнесу	Зростання	П5, П10	Орієнтація на зростання потребує накопичення ресурсів для експансії, майбутніх проектів, придбань або розширення ринкової присутності
	Стабільність	П1, П3	Стратегія стабільності передбачає збереження капіталу і помірну дохідність без надмірного ризику
	Інновації / диверсифікація	П5, П4, П3	Інноваційна або диверсифікаційна стратегія допускає ширший інструментарій, але потребує контрольно співвідношення ризику і дохідності
	Антикризова	П1, П2, П9	Антикризова стратегія потребує максимальної обережності: пріоритетом є безпека, ліквідність і обмеження складних фінансових операцій
Структура капіталу / боргове навантаження	Високе	П1, П2, П6, П9	Висока боргова залежність знижує допустимість ризику, тому інвестиційна система має підтримувати платоспроможність, ліквідність і захист від процентних та ринкових ризиків
	Помірне	П3, П4	Помірне боргове навантаження дозволяє застосовувати збалансовану політику, у якій поєднуються дохідність, ризик і диверсифікація
	Низьке	П5, П3, П4	Низький рівень боргу підвищує інвестиційну гнучкість, дозволяє розглядати довші горизонти та активніше використовувати інструменти розвитку
Ризик-профіль бізнес-структури	Високий	П1, П2, П6, П7	Високий ризик-профіль вимагає консервативного портфеля, жорстких лімітів, стрес-тестування, хеджування та постійного моніторингу
	Середній	П3, П4, П7	Середній ризик-профіль дозволяє збалансовану портфельну політику за умови формалізації лімітів і контролю ризиків
	Низький	П5, П3	Низький ризик-профіль створює можливість для ширшого інструментарію та активнішого використання ринку капіталу для розвитку
Фінансовий стан	Стійкий	П3, П5, П4	Стійкий фінансовий стан дозволяє розширити горизонт інвестування, застосовувати ширший перелік інструментів і орієнтуватися не лише на безпеку, а й на розвиток
	Не стійкий	П1, П2, П9	Нестійкий фінансовий стан обмежує інвестиційну активність і вимагає пріоритету ліквідності, мінімізації витрат та збереження капіталу
Розмір інвестиційної бази	Малий	П1, П2, П9	Мала інвестиційна база не дозволяє широко диверсифікувати портфель, тому доцільні прості, ліквідні й низьковитратні інструменти
	Середній	П3, П4	Середня інвестиційна база дає змогу поєднувати ліквідні та дохідні інструменти, формуючи помірно диверсифікований портфель
	Великий	П4, П5, П7, П6	Велика інвестиційна база потребує повноцінного портфельного управління, розподілу за класами активів, валютами, строками та ризиками
Валютні ризики	Наявні	П6, П7, П2	Наявність валютної експозиції потребує валютних лімітів, хеджування, диверсифікації валют активів і контрольно ліквідності в потрібних валютах
	Відсутні	П3, П4	За відсутності валютних ризиків управлінська увага концентрується переважно на ринковому, кредитному, ліквідному та портфельному ризиках

*розроблено автором

Таблиця Д.3

Матриця «пріоритет - джерела формування»*

Узагальнені пріоритети	Значення чинників
П1. Збереження капіталу та фінансова безпека	Малий масштаб; нестійкий фінансовий стан; мала інвестиційна база; високе боргове навантаження; висока сезонність; низька диверсифікація; стадія створення; спад / реструктуризація; стратегія стабільності; антикризова стратегія; високий ризик-профіль; капіталомістка або регульована галузь.
П2. Підтримання ліквідності і платоспроможності	Малий масштаб; нестійкий фінансовий стан; мала інвестиційна база; високе боргове навантаження; висока сезонність; стадія створення; стадія зростання; спад / реструктуризація; антикризова стратегія; високий ризик-профіль; наявність валютних ризиків; капіталомістка або регульована галузь.
П3. Оптимізація співвідношення доходність / ризик	Середній масштаб; стійкий фінансовий стан; середня інвестиційна база; помірне або низьке боргове навантаження; рівномірні грошові потоки; середня диверсифікація; стадія зрілості; стратегія стабільності; інновації / диверсифікація; середній або низький ризик-профіль; відсутність валютних ризиків; гнучка / інноваційна галузь; фінансовий сектор.
П4. Диверсифікація портфеля і зниження концентрації ризику	Середній або великий масштаб; стійкий фінансовий стан; середня або велика інвестиційна база; помірне або низьке боргове навантаження; низький або середній рівень диверсифікації бізнесу; стадія зрілості; інновації / диверсифікація; середній ризик-профіль; відсутність валютних ризиків; гнучка / інноваційна галузь.
П5. Підтримка стратегічного розвитку та зростання вартості бізнесу	Великий масштаб; стійкий фінансовий стан; велика інвестиційна база; низьке боргове навантаження; рівномірні грошові потоки; високий рівень диверсифікації бізнесу; стадія зростання або зрілості; стратегія зростання; інновації / диверсифікація; низький ризик-профіль; гнучка / інноваційна галузь.
П6. Хеджування валютних, процентних і ринкових ризиків	Велика інвестиційна база; високе боргове навантаження; високий ризик-профіль; наявність валютних ризиків; фінансовий сектор / професійний учасник ринку.
П7. Формалізація інвестиційної політики, лімітів, звітності та КРІ	Середній або великий масштаб; велика інвестиційна база; високий рівень диверсифікації бізнесу; високий або середній ризик-профіль; наявність валютних ризиків; фінансовий сектор / професійний учасник ринку.
П8. Регуляторна відповідність і контроль допустимих інструментів	Великий масштаб; капіталомістка / регульована галузь; фінансовий сектор / професійний учасник ринку.
П9. Простота інструментарію та мінімізація витрат	Малий масштаб; нестійкий фінансовий стан; мала інвестиційна база; високе боргове навантаження; стадія створення; спад / реструктуризація; антикризова стратегія.
П10. Накопичення резервів під майбутні інвестиційні проекти	Висока сезонність; стадія зростання; стратегія зростання; капіталомістка або регульована галузь.

*розроблено автором

Додаток Е

Зразок управлінського мандату на впровадження та функціонування інвестиційного процесу

УПРАВЛІНСЬКИЙ МАНДАТ

на впровадження та функціонування інвестиційного процесу

[Назва підприємства]

Затверджено:	Рішенням [Наглядової ради / Загальних зборів учасників / Виконавчого органу] від «__» _____ 2026 р. № __
Введено в дію:	Наказом директора / голови правління від «__» _____ 2026 р. № __

[Місто]

2026

1. Загальні положення

1.1. Цей Управлінський мандат визначає організаційні, управлінські та контрольні засади впровадження і функціонування інвестиційного процесу на підприємстві [назва підприємства].

1.2. Управлінський мандат є внутрішнім документом, який встановлює цілі інвестиційної діяльності, розподіл повноважень між учасниками процесу, межі прийняття інвестиційних рішень, порядок контролю, звітності та відповідальності.

1.3. Мандат розроблено з метою забезпечення системності, прозорості, економічної обґрунтованості та контрольованості інвестиційних рішень підприємства.

1.4. Дія цього документа поширюється на всі структурні підрозділи, посадових осіб і колегіальні органи підприємства, які беруть участь у підготовці, погодженні, ухваленні, виконанні, моніторингу та оцінюванні інвестиційних рішень.

1.5. Інвестиційна діяльність підприємства здійснюється відповідно до затвердженої стратегії розвитку, фінансової політики, інвестиційної політики, процедур управління ризиками, внутрішніх регламентів та рішень уповноважених органів управління.

2. Мета управлінського мандата

2.1. Метою цього Управлінського мандата є створення формалізованої системи управління інвестиційним процесом, яка забезпечує раціональне використання фінансових ресурсів підприємства, зниження рівня інвестиційних ризиків і підвищення ефективності прийняття управлінських рішень.

2.2. Управлінський мандат спрямований на досягнення таких цілей:

- формування єдиного підходу до організації інвестиційної діяльності;
- визначення відповідальних осіб і колегіальних органів, залучених до інвестиційного процесу;
- встановлення меж повноважень щодо ухвалення інвестиційних рішень;
- забезпечення відповідності інвестиційної діяльності стратегічним цілям підприємства;
- запровадження процедур оцінювання дохідності, ризику, ліквідності та економічної доцільності інвестицій;
- створення системи моніторингу, контролю та звітності щодо інвестиційного портфеля;
- забезпечення регулярного перегляду інвестиційної політики та вдосконалення процедур управління.

3. Предмет і сфера застосування мандата

3.1. Предметом цього Управлінського мандата є регламентація управлінських рішень, пов'язаних із:

- визначенням напрямів інвестування;
- формуванням інвестиційного портфеля;
- відбором інвестиційних інструментів або проєктів;
- вибором професійних посередників і фінансової інфраструктури;
- управлінням ризиками інвестиційної діяльності;
- контролем виконання інвестиційних рішень;
- оцінюванням результативності інвестиційного процесу.

3.2. Мандат застосовується до таких напрямів інвестиційної діяльності підприємства:

- розміщення тимчасово вільних коштів;
- формування портфеля фінансових інструментів;
- участь у проєктах розвитку підприємства;
- інвестування у боргові, пайові, депозитні або інші дозволені інструменти;
- реалізація пілотного інвестиційного портфеля;
- подальше масштабування інвестиційної діяльності.

3.3. Мандат не поширюється на операційні платежі, поточні закупівлі, виплату заробітної плати, податкові платежі та інші регулярні господарські операції, якщо такі операції не мають ознак інвестиційного рішення.

4. Основні принципи інвестиційного процесу

Принцип стратегічної узгодженості. Інвестиційні рішення мають відповідати загальній стратегії розвитку підприємства, його фінансовим можливостям, бізнес-моделі та довгостроковим цілям.

Принцип економічної обґрунтованості. Кожне інвестиційне рішення повинно прийматися на основі попереднього аналізу очікуваної дохідності, ризиків, ліквідності, строковості та альтернативних варіантів використання ресурсів.

Принцип контрольованого ризику. Підприємство приймає лише ті інвестиційні ризики, які є зрозумілими, вимірюваними, контрольованими та відповідають затвердженому рівню ризик-апетиту.

Принцип диверсифікації. Інвестиційний портфель має формуватися з урахуванням необхідності розподілу ризиків між різними інструментами, контрагентами, строками, галузями та валютами.

Принцип ліквідності. Підприємство повинно підтримувати такий рівень ліквідності, який забезпечує своєчасне виконання поточних і стратегічних фінансових зобов'язань.

Принцип розмежування повноважень. Функції ініціювання, аналізу, погодження, виконання, обліку та контролю інвестиційних рішень мають бути розподілені між різними посадовими особами або підрозділами.

Принцип документування. Усі істотні інвестиційні рішення повинні бути належним чином обґрунтовані, погоджені, зафіксовані у протоколах, наказах, висновках або інших внутрішніх документах.

Принцип підзвітності. Учасники інвестиційного процесу несуть відповідальність за якість підготовки, ухвалення, реалізації та контролю інвестиційних рішень у межах наданих їм повноважень.

5. Організаційна модель управління інвестиційним процесом

5.1. Для забезпечення ефективного функціонування інвестиційного процесу на підприємстві формується така управлінська архітектура:

Суб'єкт управління	Основні повноваження
--------------------	----------------------

Власники	Затвердження стратегічних напрямів інвестування, граничного рівня ризику, великих інвестиційних рішень і ключових змін до інвестиційної політики.
Директор	Загальне керівництво інвестиційним процесом, забезпечення ресурсів, призначення відповідальних осіб, контроль виконання затверджених рішень.
Інвестиційний комітет	Розгляд інвестиційних пропозицій, погодження портфельних рішень, аналіз ризиків і дохідності, підготовка рекомендацій або ухвалення рішень у межах мандата.
Фінансовий директор	Підготовка фінансового аналізу, оцінювання ліквідності, планування грошових потоків, супровід операцій і підготовка звітності.
Ризик-менеджер	Оцінювання ризиків, контроль дотримання лімітів, перевірка відповідності рішень внутрішнім політикам і зовнішнім вимогам.
Бухгалтерія	Відображення інвестиційних операцій в обліку, формування фінансової інформації, контроль первинних документів.
Внутрішній аудит	Періодична незалежна оцінка ефективності, відповідності та контрольованості інвестиційного процесу.

6. Інвестиційний комітет

6.1. Для забезпечення колегіального розгляду інвестиційних рішень на підприємстві створюється Інвестиційний комітет.

6.2. До складу Інвестиційного комітету можуть входити:

- директор / голова правління;
- фінансовий директор;
- керівник юридичної служби;
- керівник підрозділу ризик-менеджменту або комплаєнсу;
- головний бухгалтер;
- керівники профільних бізнес-напрямів;
- інші посадові особи за рішенням керівництва.

6.3. Основними завданнями Інвестиційного комітету є:

- розгляд інвестиційних пропозицій;
- оцінювання відповідності пропозицій інвестиційній політиці підприємства;
- аналіз дохідності, ризику, ліквідності та строковості інвестицій;
- погодження структури пілотного та основного інвестиційного портфеля;
- контроль дотримання встановлених лімітів;
- підготовка рекомендацій для керівництва або наглядових органів;

– ініціювання перегляду інвестиційної політики у разі зміни ринкових умов або внутрішніх обставин.

6.4. Засідання Інвестиційного комітету проводяться не рідше ніж один раз на місяць, а також позачергово - у разі необхідності ухвалення термінового інвестиційного рішення.

6.5. Рішення Інвестиційного комітету оформлюються протоколом, у якому зазначаються предмет розгляду, основні аргументи, результати голосування, прийняте рішення, відповідальні особи та строки виконання.

7. Межі повноважень щодо прийняття інвестиційних рішень

7.1. Інвестиційні рішення ухвалюються відповідно до встановленого рівня суттєвості, обсягу інвестицій, класу активів, рівня ризику та впливу на ліквідність підприємства.

7.2. Орієнтовний розподіл повноважень може бути встановлений таким чином:

Рівень рішення	Критерій	Уповноважений орган / особа
Операційне інвестиційне рішення	До ___ грн або до ___ % затвердженого інвестиційного бюджету	Фінансовий директор за погодженням із директором.
Стандартне портфельне рішення	Від ___ грн до ___ грн або до ___ % інвестиційного бюджету	Інвестиційний комітет.
Суттєве інвестиційне рішення	Понад ___ грн або понад ___ % інвестиційного бюджету	Директор / Правління за рекомендацією Інвестиційного комітету.
Стратегічне або високоризикове рішення	Новий клас активів, новий ринок, перевищення стандартних лімітів, істотний вплив на ліквідність	Наглядова рада / Загальні збори учасників.
Зміна інвестиційної політики	Перегляд цілей, ризик-апетиту, допустимих інструментів або ключових лімітів	Наглядова рада / Загальні збори учасників.

7.3. Конкретні граничні суми, відсоткові ліміти та критерії суттєвості затверджуються окремим додатком до цього Мандата або безпосередньо в Інвестиційній політиці підприємства.

7.4. Усі рішення, що виходять за межі затверджених лімітів або стосуються інструментів, не передбачених чинною інвестиційною політикою, підлягають додатковому погодженню з вищим органом управління.

8. Дозволені напрямки інвестування

8.1. У межах цього Мандата підприємство може здійснювати інвестування у такі напрями, якщо вони передбачені затвердженою інвестиційною політикою:

- банківські депозити;
- державні цінні папери;
- облігації підприємств;
- акції та інші пайові інструменти;
- інвестиційні фонди;
- інструменти грошового ринку;
- інші інструменти, прямо погоджені уповноваженим органом управління.

8.2. Не допускається здійснення інвестиційних операцій, які:

- не відповідають затвердженій інвестиційній політиці;
- не мають належного аналітичного обґрунтування;
- здійснюються з контрагентами, які не пройшли перевірку;
- створюють надмірну концентрацію ризику;
- можуть призвести до втрати платоспроможності або істотного погіршення ліквідності підприємства;

- пов'язані з конфліктом інтересів без його попереднього розкриття та врегулювання.

9. Ризик-апетит і система лімітів

9.1. Ризик-апетит підприємства визначає допустимий рівень ризику, який підприємство готове прийняти для досягнення цілей інвестиційної діяльності.

9.2. У межах цього Мандата можуть встановлюватися такі ліміти:

Вид ліміту	Орієнтовний зміст
Ліміт на один інструмент	Максимальна частка одного інструменту в портфелі.
Ліміт на одного емітента або контрагента	Максимальна сума інвестицій, пов'язана з одним емітентом або фінансовою установою.
Ліміт на клас активів	Максимальна частка депозитів, облігацій, акцій, фондів або інших інструментів.
Валютний ліміт	Максимальна частка активів в іноземній валюті.
Ліміт ліквідності	Мінімальна частка активів, які можуть бути швидко конвертовані у грошові кошти.
Ліміт строковості	Максимальний строк розміщення коштів або інвестиційного зобов'язання.
Ліміт допустимого збитку	Граничний рівень втрат, після досягнення якого рішення підлягає перегляду.

9.3. Орієнтовні значення лімітів визначаються Інвестиційною політикою підприємства або окремим рішенням уповноваженого органу.

9.4. Перевищення встановлених лімітів допускається лише за попереднім погодженням з органом, який має відповідні повноваження. У разі непередбаченого перевищення ліміту відповідальна особа зобов'язана невідкладно повідомити директора та Інвестиційний комітет.

10. Порядок підготовки та ухвалення інвестиційних рішень

10.1. Інвестиційне рішення проходить такі основні стадії:

1. Ініціювання інвестиційної пропозиції.
2. Підготовка інвестиційного меморандуму.
3. Фінансово-економічний аналіз.
4. Оцінювання ризиків і відповідності лімітам.
5. Розгляд Інвестиційним комітетом.
6. Ухвалення рішення уповноваженим органом.
7. Виконання інвестиційної операції.
8. Відображення операції в обліку.
9. Подальший моніторинг і звітність.

10.2. Інвестиційний меморандум повинен містити:

- опис інвестиційної пропозиції;
- мету інвестування;
- суму інвестиції;
- строк інвестування;
- очікувану дохідність;
- основні ризики;
- оцінку ліквідності;
- аналіз альтернатив;
- висновок щодо відповідності інвестиційній політиці;
- пропозицію щодо джерел фінансування;
- порядок виходу з інвестиції або її перегляду;
- відповідальних осіб за супровід і контроль.

10.3. Інвестиційна пропозиція не може бути винесена на остаточне затвердження без попереднього фінансового аналізу та висновку щодо ризиків.

10.4. У разі якщо інвестиційне рішення має підвищений рівень ризику, нестандартну структуру або істотний вплив на ліквідність підприємства, воно підлягає додатковому погодженню з Наглядовою радою, Загальними зборами учасників або іншим вищим органом управління.

11. Виконання інвестиційних рішень

11.1. Виконання затверджених інвестиційних рішень здійснюється фінансовою службою або іншими уповноваженими посадовими особами відповідно до протоколу рішення, наказу керівника або іншого затвердженого документа.

11.2. Перед виконанням операції відповідальна особа зобов'язана перевірити:

- наявність належного рішення уповноваженого органу;
- відповідність операції затвердженим параметрам;
- наявність необхідних договорів і документів;
- проходження контрагентом перевірки;
- дотримання встановлених лімітів;
- наявність достатньої ліквідності для здійснення операції.

11.3. Після виконання операції інформація про неї передається до бухгалтерії, фінансової служби, комплаєнс-відповідального та інших залучених осіб відповідно до внутрішнього порядку документообігу.

12. Моніторинг і звітність

12.1. Моніторинг інвестиційного портфеля здійснюється на регулярній основі з метою оцінювання його дохідності, ризику, ліквідності, відповідності встановленим лімітам і стратегічним цілям підприємства.

12.2. Фінансова служба готує щомісячний управлінський звіт про стан інвестиційного портфеля.

12.3. Щомісячний звіт має містити:

- структуру інвестиційного портфеля;
- обсяг вкладених коштів;
- поточну вартість активів;
- фактичну та очікувану дохідність;
- рівень ліквідності;
- інформацію про дотримання лімітів;
- відхилення від затверджених параметрів;

- оцінку ключових ризиків;
- рекомендації щодо коригування портфеля.

12.4. Щоквартально Інвестиційний комітет розглядає узагальнений звіт про ефективність інвестиційної діяльності та за потреби ініціює перегляд портфельної структури, лімітів або інвестиційної політики.

12.5. У разі істотного погіршення ринкових умов, зниження ліквідності, перевищення лімітів або виникнення інших суттєвих ризиків відповідальна особа зобов'язана невідкладно повідомити директора та Інвестиційний комітет.

13. Конфлікт інтересів

13.1. Усі учасники інвестиційного процесу зобов'язані уникати ситуацій, у яких їхні особисті, майнові, професійні або інші інтереси можуть впливати на об'єктивність підготовки, погодження чи ухвалення інвестиційних рішень.

13.2. У разі виникнення потенційного або фактичного конфлікту інтересів відповідна особа повинна негайно повідомити про це директора, Інвестиційний комітет або комплаєнс-відповідального.

13.3. Особа, щодо якої існує конфлікт інтересів, не бере участі в голосуванні або прийнятті рішення з відповідного питання.

13.4. Інформація про конфлікт інтересів і спосіб його врегулювання фіксується у протоколі засідання або іншому внутрішньому документі.

14. Пілотний запуск інвестиційного процесу

14.1. Первинне впровадження інвестиційного процесу здійснюється через формування пілотного інвестиційного портфеля.

14.2. Метою пілотного портфеля є перевірка працездатності інвестиційної політики, процедур, системи контролю, звітності, взаємодії з посередниками та внутрішньої координації між учасниками процесу.

14.3. Параметри пілотного портфеля затверджуються окремим рішенням Інвестиційного комітету або іншого уповноваженого органу.

14.4. За результатами пілотного етапу готується звіт, який має містити:

- оцінку фінансових результатів;
- аналіз дотримання процедур;
- виявлені організаційні недоліки;
- оцінку якості звітності;

- висновки щодо ефективності системи контролю;
- рекомендації щодо масштабування або коригування інвестиційного процесу.

15. Незалежна перевірка

15.1. Не рідше одного разу на рік інвестиційний процес підлягає незалежній перевірці.

15.2. Незалежна перевірка може здійснюватися внутрішнім аудитом, зовнішнім аудитором, консультантом або іншим уповноваженим суб'єктом.

15.3. Предметом незалежної перевірки є:

- відповідність інвестиційних рішень затвердженій політиці;
- дотримання процедур ухвалення рішень;
- виконання встановлених лімітів;
- якість документального оформлення;
- ефективність системи моніторингу;
- коректність звітності;
- наявність і врегулювання конфліктів інтересів;
- загальна результативність інвестиційного процесу.

15.4. За результатами перевірки готується звіт із висновками та рекомендаціями. Інвестиційний комітет розглядає такий звіт і готує план коригувальних заходів.

16. Відповідальність учасників інвестиційного процесу

16.1. Посадові особи, залучені до інвестиційного процесу, несуть відповідальність за виконання функцій у межах наданих їм повноважень.

16.2. Відповідальність може наставати за:

- ухвалення рішень без належного погодження;
- перевищення встановлених лімітів;
- неналежне документування інвестиційних операцій;
- приховування інформації про ризики;
- невиконання процедур контролю;
- несвоєчасне подання звітності;
- неврегулювання конфлікту інтересів;
- здійснення операцій із неперевіреними контрагентами.

16.3. Конкретні заходи відповідальності визначаються трудовими договорами, посадовими інструкціями, внутрішніми положеннями підприємства та чинним законодавством.

17. Перегляд і оновлення мандата

17.1. Цей Управлінський мандат підлягає перегляду не рідше одного разу на рік.

17.2. Позачерговий перегляд мандата здійснюється у разі:

- істотної зміни стратегії підприємства;
- зміни фінансового стану підприємства;
- розширення або зміни напрямів інвестування;
- виникнення суттєвих ризиків;
- зміни організаційної структури;
- виявлення недоліків за результатами незалежної перевірки;
- необхідності приведення документа у відповідність до нових внутрішніх або зовнішніх вимог.

17.3. Пропозиції щодо внесення змін до мандата готуються Інвестиційним комітетом і подаються на затвердження уповноваженому органу управління.

18. Прикінцеві положення

18.1. Цей Управлінський мандат набирає чинності з дати його затвердження уповноваженим органом підприємства.

18.2. Усі внутрішні документи, що регламентують інвестиційну діяльність підприємства, мають відповідати положенням цього Мандата.

18.3. У разі суперечності між цим Мандатом та іншими внутрішніми документами підприємства перевага надається документу, затвердженому органом вищого рівня управління.

18.4. Контроль за виконанням цього Мандата покладається на [посада відповідальної особи].

Погодження

Посада	Підпис	Ім'я та прізвище
Керівник підприємства	_____	[П.І.Б.]
Фінансовий директор	_____	[П.І.Б.]
Голова Інвестиційного комітету	_____	[П.І.Б.]

Орієнтовна структура інвестиційного меморандуму

№	Розділ інвестиційного меморандуму
1	Назва інвестиційної пропозиції.
2	Ініціатор пропозиції.
3	Мета інвестування.
4	Опис інструменту / проекту.
5	Сума інвестиції.
6	Джерело фінансування.
7	Очікувана дохідність.
8	Строк інвестування.
9	Оцінка ліквідності.
10	Основні ризики.
11	Аналіз альтернатив.
12	Відповідність інвестиційній політиці.
13	Висновок фінансової служби.
14	Висновок ризик-менеджера
15	Рекомендоване рішення.
16	Відповідальні особи за виконання та моніторинг.

Додаток 2

Орієнтовні ключові показники контролю інвестиційного процесу

Група показників	Приклади показників
Дохідність	Фактична дохідність портфеля, очікувана дохідність, відхилення від плану.
Ризик	Концентрація за емітентами, класами активів, валютами, строками.
Ліквідність	Частка високоліквідних активів, строк повернення коштів, доступний грошовий резерв.
Відповідність	Дотримання лімітів, відповідність політиці, кількість процедурних відхилень.

Операційна ефективність	Строк розгляду інвестиційних пропозицій, якість звітності, повнота документування.
Контроль	Кількість виявлених порушень, виконання рекомендацій аудиту, своєчасність моніторингу.

Додаток Ж

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

у наукових фахових виданнях України, у тому числі які входять до міжнародних наукометричних баз даних:

1. Прокурівський М.І. Організований фондовий ринок України: стан та перспективи розвитку / М.І. Прокурівський // Економіка і організація управління, 2026, Вип. 2 (62), С. 208-219. URL: <https://jeou.donnu.edu.ua/issue/view/683> (0,93 друк.арк.). Індексується і реферується в базах даних: Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.
2. Прокурівський М.І. Пріоритети інвестиційної активності вітчизняних бізнес-структур в умовах глобальних викликів: сучасні тенденції та перспективи розвитку / М.І. Прокурівський // Herald of Khmelnytskyi National University. Economic sciences, № 6, 2025, С. 225-230. <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2025-348-6-31> . (0,64). Індексується і реферується в базах даних: Index Copernicus, Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.
3. Proskurivskiy M.I. Adapting statistical criteria to currency risk management in the face of global uncertainty. Marharyta V. Shark, Olga I. Gonchar, Volodymyr O. Pashchenko, Mykhailo I. Proskurivskiy, Vira M. Fomishyna, Artem V. Zinovskiy, Sofiia O. Bondarenko, Економіка та менеджмент: зб.наук.пр. ISSN 2311–3405. - 2025, № 1, С. 169-177. DOI [https://doi.org/10.15589/znp2025.1\(499\).24](https://doi.org/10.15589/znp2025.1(499).24) URL: <https://znp.nuos.mk.ua/1-2025> (1,4 друк.арк.; особистий внесок: обґрунтовано рекомендації щодо використання статистичних критеріїв якості для оцінки та управління валютним ризиком за умов глобальної невизначеності, викликані

коливаннями ринку валют (0,36). Індукується і реферується в базах даних: Index Copernicus, BASE, НБУ ім. В. І. Вернадського.

4. Проскурівський М.І. Особливості управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу / М.І. Проскурівський, А.О. Долобанько, В.В. Гончар // Development Service Industry Management, № 2, 2024, С.289-293. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2024-6\(46\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2024-6(46)) (0,68 друк.арк.; особистий внесок: структуровано основні можливості, які надають бізнес-структурам організовані ринки капіталу, а також головні аспекти управління інвестиційною діяльністю підприємства на організованих ринках капіталу (0,4). Індукується і реферується в базах даних: Index Copernicus, Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.

5. Проскурівський М.І. Виклики функціонуванню української економіки в умовах війни та пандемії COVID-19 / В.О. Пашенко, М.І. Проскурівський // Development Service Industry Management, № 4, 2023, С.248-252. DOI: [https://doi.org/10.31891/dsim-2023-4\(38\)](https://doi.org/10.31891/dsim-2023-4(38)) (0,69 друк.арк.; особистий внесок: ідентифіковано чинники, що впливають на падіння інвестиційної активності бізнес-структур в сучасних умовах; обгрунтовано шляхи підтримки фінансової стабільності бізнесу інструментами грошово-кредитної політики держави (0,4). Індукується і реферується в базах даних: Index Copernicus, Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.

6. Проскурівський М.І. Проблеми визначення «цільової ціни» (target price) акцій українських підприємств в інвестиційній діяльності / О.І. Гончар, М.І. Проскурівський // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. - № 4, т.3. –2006.- С. 43-46 . (0,5 друк.арк.; особистий внесок: обгрунтовано фактори, що формують ціну акцій українських підприємств та напрями їх регулювання в інвестиційній діяльності (0,35). Індукується і реферується в базах даних: Google Scholar, НБУ ім. В. І. Вернадського.

праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

7. Тенденції інвестиційної активності українських бізнес-структур в умовах війни / М.І. Проскурівський // Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів: зб. матеріалів V Міжнар. наук.-практ.екон.форуму (Хмельницький, 4-5 груд. 2025р.) / за ред. Любохинець Л.С., Гончар О.І., Танасієнко Н.П., Хмельницький: ХНУ, 2026. – С. 337-339.

8. Проскурівський М.І. Трансформації організованих ринків капіталу в умовах глобальних викликів / М.І. Проскурівський // Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів: зб. матеріалів IV Міжнар. наук.-практ.екон.форуму (Хмельницький, 5-7 груд. 2024р.) / за ред. Любохинець Л.С., Гончар О.І., Танасієнко Н.П., Хмельницький: ХНУ, 2025. – С. 20-22.

9. Проскурівський М. Маркетинг-менеджмент в управлінні підприємницькою діяльністю // Ю. Пушкіна, А. Долобанько, М. Проскурівський // Маркетингові технології в умовах євроінтеграційних процесів : тези доп. XIX міжнар. наук.-практ. конф. (Хмельницький, 19-20 грудня 2024 р.). – Хмельницький : ХНУ, 2024. – С. 202-204. <https://mr.khmnu.edu.ua/mizhnarodna-np-konferencziya/> (0,28 друк.арк.; особистий внесок: визначено особливості застосування інструментів інвестиційного менеджменту у формуванні інноваційного потенціалу бізнес-структур (0,14 друк.арк)).

10. Проскурівський М.І. Інноваційно-інвестиційна активність бізнес-структур у відновленні української економіки / А. Бердичевський, М.Проскурівський, О.Гончар // Сучасні тренди, реалії і перспективи розвитку туризму та готельно-ресторанної справи: збірник тез Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (Хмельницький – Меджибіж, 23-24 травня 2024

року). Хмельницький – Меджибіж: Хмельницький національний університет, 2024. , С. 121- 122. (0,26 друк.арк.; особистий внесок: визначено чинники, що формують інноваційно-інвестиційна активність бізнес-структур (0,12 друк.арк)).

11. Проскурівський М.І. Особливості управління інвестиціями бізнес-структур в умовах війни / М.І. Проскурівський, В.В. Гончар // Проблеми і перспективи економічного розвитку в умовах модернізаційних процесів в Україні та світі : матеріали всеукр. наук.-практ. конф., м. Кропивницький, 12 груд. 2023 р. : у 2 ч. : Ч. 2 / [редкол. : А. А. Тихий, В. В. Зайченко, Н. С. Шалімова та ін.] ; М-во освіти і науки України, Центральноукраїн. нац. техн. ун-т, каф. економіки, підприємництва та готельно-ресторанної справи. – Кропивницький : РВЛ ЦНТУ, 2023. – С. 95 – 98. <https://dspace.kntu.kr.ua/items/8324203e-1188-4955-b747-fbc784c1fa09>(0,34 друк.арк.; особистий внесок: обґрунтовано принципи управління інвестиціями бізнес-структур в умовах війни і підвищення їх активності на фондовому ринку (0,22 друк.арк)).

АПРОБАЦІЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ

Участь у міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: Всеукраїнській науково-практичній конференції з міжнародною участю «Актуальні аспекти організації бізнес-процесів у сучасних умовах», м. Кременчук, 19-20 грудня 2025р.; V Міжнародному науково-практичному форумі «Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів», 4-5 грудня 2025р., м. Хмельницький; IV Міжнародному науково-практичному форумі «Підприємництво та стратегічні напрями розвитку бізнес-процесів в умовах глобальних викликів», 5-7 грудня 2024р., м. Хмельницький; XIX міжнародній науково-практичній конференції «Маркетингові технології в умовах євроінтеграційних процесів», 19-20 грудня 2024 р., м. Хмельницький; Міжнародній

науково-практичній конференції «Сучасні тренди, реалії і перспективи розвитку туризму та готельно-ресторанної справи», 23-24 травня 2024 р., м. Хмельницький; XXII міжнародній науково-практичній конференції «Стратегізація планування та бізнес-моделі підприємництва за умов глобалізації» 10-11.11.2023 р., м. Хмельницький; Проблеми і перспективи економічного розвитку в умовах модернізаційних процесів в Україні та світі», 12-13.12.2023р., м. Кропивницький; XXI Міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми планування в ринкових умовах» - 02.12.2022 р., м. Хмельницький; III Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених і студентів «Проблеми та перспективи розвитку бізнесу в Україні», м. Львів, 02.03.2023 р.