

ТЕМА 11. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Питання для розгляду:

14.1. *Форми фінансових інвестицій.*

14.2. *Особливості управління фінансовими інвестиціями.*

14.3. *Оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів.*

14.4. *Сутність, типи та формування портфеля фінансових інвестицій.*

14.5. *Оперативне управління портфелем фінансових інвестицій.*

14.6. *Принципи і методи оцінки ефективності окремих фінансових інструментів інвестування.*

14.1. Форми фінансових інвестицій

Функціональна спрямованість операційної діяльності підприємств, що не є інституціональними інвесторами, визначає в якості пріоритетної форми здійснення реальних інвестицій. Проте на окремих етапах розвитку підприємства виправдані здійснення і фінансових інвестицій. Така спрямованість інвестицій може бути викликана необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів, формованих до початку здійснення реального інвестування по відібраних інвестиційних проектах; у випадках, коли, кон'юнктура фінансового (у першу чергу фондового) ринку дозволяє одержати значно більший рівень прибутку на вкладений капітал, ніж операційна діяльність на «загасаючих» товарних ринках; при наявності тимчасово вільних грошових активів, пов'язаної із сезонною діяльністю підприємства; у випадках «захоплення» інших підприємств у передодні галузевої, товарної або регіональної диверсифікації своєї діяльності шляхом вкладення капіталу в їхні статутні фонди (або придбання суттєвого пакета їхніх акцій) і в ряді інших аналогічних випадків. Тому **фінансові інвестиції** розглядаються як. активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних із диверсифікацією операційної діяльності підприємства.

Фінансове інвестування здійснюється підприємством у таких *основних формах* :

1. Вкладення капіталу в статутні капітали спільних підприємств. Ця форма фінансового інвестування має найбільше тісний зв'язок з операційною діяльністю підприємства. Вона забезпечує зміцнення стратегічних господарських зв'язків із постачальниками сировини і матеріалів (при участі в їхньому статутному капіталі); розвиток своєї виробничої інфраструктури (при вкладенні капіталу в транспортні й інші аналогічні підприємства); розширення можливостей збуту продукції або проникнення на інші регіональні ринки (шляхом вкладення капіталу в статутні фонди підприємств торгівлі); різноманітні форми галузевої і товарної диверсифікації операційної діяльності й інші стратегічні напрямки розвитку підприємства. За своїм змістом ця форма фінансового інвестування багато в чому підміняє реальне інвестування, при

цьому є менш капіталомісткою і більш оперативною. Пріоритетною ціллю цієї форми інвестування є не стільки одержання високого інвестиційного прибутку (хоча мінімально необхідний її рівень повинен бути забезпечений), скільки установлення форм фінансового впливу на підприємства для забезпечення стабільного формування своєї операційної прибутку.

2. Вкладення капіталу в дохідні види грошових інструментів (банківські депозити). Ця форма фінансового інвестування спрямована насамперед на ефективне використання тимчасово вільних грошових активів підприємства. Основним видом грошових інструментів інвестування є депозитний внесок у комерційних банках. Як правило, ця форма використовується для короткострокового інвестування капіталу і її головною метою є отримання інвестиційної прибутку.

3. Вкладення капіталу в дохідні види фондових інструментів (цінні папери). Ця форма фінансових інвестицій є найбільше масовою і перспективною. Вона характеризується вкладенням капіталу в різноманітні види цінних паперів, що вільно обертаються на фондовому ринку (так звані «ринкові цінні папери»). Використання цієї форми фінансового інвестування пов'язано із широким вибором альтернативних інвестиційних рішень як по інструментах інвестування, так і по його термінах; більш високим рівнем державного регулювання і захищеності інвестицій; розвинутою інфраструктурою фондового ринку; наявністю оперативно наданої інформації про стан і кон'юнктуру фондового ринку в розрізі окремих його сегментів і іншими чинниками. Основною ціллю цієї форми фінансового інвестування також є отримання інвестиційної прибутку, хоча в окремих випадках вона може бути використана для установлення форм фінансового впливу на окремі компанії при рішенні стратегічних задач (шляхом придбання контрольного або достатнього вагомego пакета акцій).

14.2. Особливості управління фінансовими інвестиціями

Здійснення фінансових інвестицій характеризується рядом особливостей, основними з яких є:

1. Фінансові інвестиції є незалежним видом господарської діяльності для підприємств реального сектора економіки. Ця незалежність виявляється як стосовно операційної діяльності таких підприємств, так і стосовно процесу їхнього реального інвестування. Стратегічні операційні завдання розвитку таких підприємств фінансові інвестиції, як правило, не вирішують.

2. Фінансові інвестиції використовуються підприємствами реального сектора економіки в основному для досягнення двох цілей: одержання додаткового інвестиційного прибутку в процесі використання вільних грошових активів і їх протиінфляційного захисту. Цілеспрямоване формування інвестиційних ресурсів для здійснення фінансових інвестицій такі підприємства, як правило, не роблять. І хоча звичайно фінансові інвестиції забезпечують більш низький рівень прибутку, ніж функціонуючі операційні активи підприємства, вони формують додатковий його приток в періоди, коли тимчасово вільний

капітал не може бути ефективно використаний для розширення операційної діяльності.

3. Фінансові інвестиції надають підприємству широкий діапазон вибору інструментів інвестування по шкалі «прибутковість-ризик». У порівнянні з реальним інвестуванням ця шкала значно ширше – вона включає групу як безризикових, так і високоризикових (спекулятивних) інструментів інвестування, дозволяючи інвестору здійснювати свою інвестиційну політику в широкому діапазоні: від консервативної до вкрай агресивної.

4. Фінансові інвестиції надають підприємству достатньо широкий діапазон вибору інструментів інвестування по шкалі «прибутковість-ліквідність». Хоча в порівнянні з реальними інвестиціями вони характеризуються більш високим рівнем ліквідності, цей рівень варіює в дуже широких межах.

5. Процес обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням фінансових інвестицій, є простішим і менш трудоемним. Він не пов'язаний з суттєвими доінвестеційними витратами фінансових засобів, аналогічними підготуванню реальних інвестиційних проектів; алгоритми оцінки ефективності фінансових інвестицій носять більш диференційований характер стосовно об'єктів інвестування, що підвищує надійність здійснення такої оцінки; реалізація прийнятих управлінських рішень у сфері фінансового інвестування займає мінімум часу.

6. Висока змінюваність кон'юнктури фінансового ринку в порівнянні з товарним визначає необхідність здійснення більш активного моніторингу в процесі фінансового інвестування. Відповідно й управлінські рішення, пов'язані зі здійсненням фінансового інвестування, носять більш оперативний характер.

14.3. Оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів

Оцінювання інвестиційних якостей фінансових інструментів – це інтегральна характеристика окремих їхніх видів, здійснювана інвестором з урахуванням цілей формування інвестиційного портфеля.

Спрямованість фінансових інвестицій підприємств останнім часом усе більше орієнтується на фондові інструменти. Різноманітні інструменти фондового ринку складають зараз до 80 % загального обсягу фінансових інвестицій підприємства. Це визначає необхідність більш детальної характеристики інвестиційних якостей окремих фондових інструментів інвестування.

З позицій особливостей властивих їм інвестиційних якостей фондові інструменти класифікуються за такими основних ознаками:

За ступенем передбачуваності інвестиційного прибутку виділяють боргові і дольові цінні папери.

Боргові цінні папери характеризується чіткою передбачуваністю інвестиційного прибутку, розмір якого можна визначити в будь-який момент їх обертання. Передбачуваність рівня інвестиційного прибутку дозволяє без особливих проблем зіставляти інвестиційні якості боргових цінних паперів як по

шкалі «прибутковість-ризик», так і по шкалі «прибутковість-ліквідність». Крім того, боргові цінні папери мають пріоритетні права погашення зобов'язань при банкрутстві емітента, що значно знижує рівень несистематичного їхнього ризику.

Дольові цінні папери характеризуються низьким рівнем передбачуваності їхнього інвестиційного прибутку, що оцінюється за двома параметрами – рівнем майбутніх виплат дивідендів і приростом курсової вартості фондового інструмента. По цих цінних паперах при ефективній господарській діяльності емітент може одержати вищий рівень інвестиційного прибутку в порівнянні з борговими цінними паперами того ж емітенту. При цьому для дольових цінних паперів характерний більш високий ступінь кореляції прибутків із темпами інфляції. Водночас, нестабільність інвестиційного прибутку робить їх ризиковішими інструментами інвестування, тому що вони не захищені ні від систематичного, ні від несистематичного видів ризиків. Низька ефективність господарської діяльності емітента може призвести не тільки до втрати інвестиційного прибутку по дольовим паперам, але і до часткової (а у випадку банкрутства – і повної) втрати вкладеного капіталу.

За рівнем ризику, пов'язаного з характером емітенту, виділяють такі види фондових інструментів інвестування:

Державні цінні папери. Вони подані в основному борговими зобов'язаннями і мають найменший рівень інвестиційного ризику. Окремі види державних цінних паперів розглядаються навіть у якості еталона безризикових інвестицій. Водночас, рівень інвестиційного прибутку по таких цінних паперах, як правило, найнижчий. При цьому шляхом зміни ставки рефінансування (дисконтної ставка центрального банку) держава має можливість впливати на реальний рівень інвестиційного прибутку по своїх цінних паперах у періоди різких коливань кон'юнктури фінансового ринку.

Цінні папери муніципальних органів. Рівень інвестиційних якостей таких цінних паперів (як правило, боргових) у значній мірі визначається рівнем інвестиційної привабливості відповідних регіонів. Хоча цінні папери такого виду важко віднести до безризикових, рівень інвестиційного ризику по ним звичайно невисокий. Відповідно невисокий і рівень інвестиційного прибутку по ним.

Цінні папери, емітовані банками. Інвестиційні якості цих фондових інструментів є достатньо високими, тому що рівень прибутковості по них звичайно вище, ніж по державних і муніципальних цінних паперах. Крім того, система економічних нормативів банківської діяльності і високий рівень державного контролю за їхньою діяльністю знижують потенційний рівень ризику інвестування в цінні папери цих емітентів (хоча випадки фінансової неспроможності банків не такі рідкісні).

Цінні папери підприємств. Цей вид фінансових інструментів інвестування в нашій країні має низькі інвестиційні якості. Це викликано низькою ефективністю господарської діяльності більшості підприємств на сучасному етапі (особливо корпоратизованих державних підприємств), унаслідок чого по акціях багатьох із них не виплачуються навіть дивіденди. Рівень інвестиційного

ризик по цінних паперах підприємств (особливо стосовних до категорії «венчурних») найбільше високий. Крім того, цей тип цінних паперів у цілому характеризується самим низьким рівнем ліквідності на фондовому ринку.

Вище були розглянуті загальні особливості фондових інструментів, що визначають їхні інвестиційні якості відповідно до приведеної класифікації. Водночас, головною задачею в процесі фінансового інвестування є оцінка інвестиційних якостей конкретних видів цінних паперів, що обертаються на фондовому ринку. Така оцінка диференціюється по основних видах цінних паперів – акціям, облігаціям, депозитним (ощадним) сертифікатам і т. п. Роздивимось основні параметри оцінки інвестиційних якостей найважливіших видів цих цінних паперів.

Інтегральна оцінка інвестиційних якостей акцій здійснюється за такими основними параметрами:

а) характеристика виду акцій;

б) оцінка галузі, у якій здійснює свою діяльність емітент.

в) оцінка основних показників господарської діяльності і фінансового стану емітента. Ця оцінка диференціюється в залежності від того, чи пропонується акція на первинному чи вторинному фондовому ринку. У першому випадку основу оцінки складають показники, що характеризують фінансовий стан емітента й основні об'ємні показники його господарської діяльності. В другому випадку ця оцінка доповнюється показниками динаміки заможності акцій чистими активами акціонерного товариства, здійснюваної їм дивідендної політики і деякими іншими;

г) оцінка характеру обертання акцій на фондовому ринку. Така оцінка проводиться по акціях, що обертається на вторинному фондовому ринку, і пов'язана насамперед із показниками їхнього ринкового котирування і ліквідності. Для характеристики ринкового котирування акції використовуються ціни пропозиції і попиту. Важливу роль у процесі цієї оцінки грає і факт допуску акції до торгів на фондовій біржі, тобто її лістинг;

д) оцінка умов емісії акції. Предметом такої оцінки є: цілі емісії; умови і періодичність виплати дивідендів; ступінь участі деяких власників акцій в управлінні акціонерною компанією. Необхідно при цьому мати на увазі, що часто прогнозований розмір дивідендів по простих акціях не носить характеру не тільки юридичних, але і контрактних зобов'язань емітента, тому орієнтуватися на цей показник не варто.

Інтегральна оцінка інвестиційних якостей облігацій здійснюється за такими основними параметрами:

а) характеристика виду облігації

б) оцінка інвестиційної принадності регіону (така оцінка проводиться тільки по облігаціях внутрішньої місцевої позики). Необхідність у такій оцінці виникає тому, що частина регіонів, що одержують від держави значні обсяги субсидій і субвенцій, можуть відчувати серйозні фінансові складнощі при погашенні облігацій. Тому, розглядаючи інвестиційні якості окремих облігацій

внутрішніх місцевих позик, потрібно щонайменше вивчити динаміку їхніх бюджетів і структуру джерел формування дохідної частини;

в) оцінка фінансової стабільності і платоспроможності підприємства - емітента (така оцінка проводиться тільки по облігаціях підприємств). Головною задачею такої оцінки є виявлення кредитного рейтингу підприємства, ступеня його фінансової стійкості і прогноз на період погашення облігації, а також наявність частково сформованого викупного фонду по короткострокових зобов'язаннях.

г) оцінка характеру обертання облігації на фондовому ринку. Основу такої оцінки складає вивчення коефіцієнта співвідношення її ринкової ціни і реальної вартості. Цей показник залежить від ставки відсотка на фінансовому ринку – якщо ставка відсотка зростає, те ціна облігації падає і навпаки. Крім того, реальна ринкова вартість облігації залежить також від терміна, що залишається до її погашення емітентом (чим вище цей термін, тим більше рівень її ризику і нижче реальна вартість, що визначає і більш низький рівень ринкової ціни);

д) оцінка умов емісії облігації. Предметом оцінки є: ціль і умови емісії; періодичність виплати відсотка і її розмір; умови погашення основної суми і інші показники. При оцінці варто мати на увазі, що більш часта періодичність виплат може перекрити вигоди для інвестора, одержувані від більш високого розміру відсотка.

Інтегральна оцінка інвестиційних якостей ощадних (депозитних) сертифікатів здійснюється по таких параметрах:

а) характеристика виду ощадного (депозитного) сертифіката;

б) оцінка надійності банку-емітента. Така оцінка включає характеристики основних об'ємних показників (сума активів, розмір власного капіталу, сума прийнятих депозитів і виданих кредитів, сума прибутку й інші) і окремих коефіцієнтів (коефіцієнт Кука, зведений коефіцієнт банківського ризику).

14.4. Сутність, типи та формування портфеля фінансових інвестицій

Сучасне фінансове інвестування безпосередньо пов'язане з формуванням «інвестиційного портфеля». Воно базується на тому, що більшість інвесторів обирають для здійснення фінансового інвестування більш ніж один фінансовий інструмент, тобто формують визначену їхню сукупність. Цілеспрямований добір таких інструментів являє собою процес формування інвестиційного портфеля.

Інвестиційний портфель – це цілеспрямовано сформована сукупність фінансових інструментів, призначених для здійснення фінансового інвестування відповідно до розробленої інвестиційної політики. Оскільки на переважній більшості підприємств єдиним видом фінансових інструментів інвестування є цінні папери, для таких підприємств поняття «інвестиційний портфель» ототожнюється з поняттям «фондовий портфель» (або «портфель цінних паперів»).

Головною метою формування інвестиційного портфеля є забезпечення реалізації основних напрямків політики фінансового інвестування підприємства

шляхом добору найбільше дохідних і безпечних фінансових інструментів. З урахуванням сформульованої головної цілі будується система конкретних локальних цілей формування інвестиційного портфеля, основними з яких є:

- 1) забезпечення високого рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді;
- 2) забезпечення високих темпів приросту капіталу в майбутній довгостроковій перспективі;
- 3) забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних із фінансовим інвестуванням;
- 4) забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля.
- 5) забезпечення максимального ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Перераховані конкретні цілі формування інвестиційного портфеля в значній мірі є альтернативними. Так, забезпечення високих темпів приросту капіталу в довгостроковій перспективі деякою мірою досягається за рахунок істотного зниження рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді (і навпаки). Темпи приросту що інвестується капіталу і рівень формування поточного інвестиційного прибутку знаходяться в прямій зв'язку з рівнем інвестиційних ризиків. Забезпечення необхідної ліквідності портфеля може перешкоджати вмиканню в нього як високоприбуткових, так і низько ризикових фінансових інструментів інвестування.

Альтернативність цілей формування інвестиційного портфеля визначає різноманітність політики фінансового інвестування підприємства, що у свою чергу визначає конкретний тип сформованого інвестиційного портфеля.

Розглянемо сучасні підходи до типізації інвестиційних портфелів підприємства, що забезпечують реалізацію конкретних форм його політики фінансового інвестування.

За цілями формування інвестиційного прибутку розрізняють два основних типи інвестиційного портфеля – портфель прибутку і портфель росту.

Портфель прибутку являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді поза залежністю від темпів приросту капіталу в довгостроковій перспективі. Іншими словами, цей портфель орієнтований на високу поточну віддачу інвестиційних витрат, незважаючи на те, що в майбутньому періоді ці витрати могли б забезпечити одержання більш високої норми інвестиційного прибутку на вкладений капітал.

Портфель росту – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту капіталу в майбутній довгостроковій перспективі поза залежністю від рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді. Іншими словами, цей портфель орієнтований на забезпечення високих темпів росту ринкової вартості підприємства (за рахунок приросту капіталу в процесі фінансового інвестування), тому що норма прибутку при довгостроковому фінансовому інвестуванні завжди вище, ніж при

короткостроковому. Формування такого інвестиційного портфеля можуть дозволити собі лише достатньо стійкі у фінансовому відношенні підприємства.

За інвестиційними ризиками розрізняють три основних типи інвестиційного портфеля – агресивний (спекулятивний) портфель; помірний (компромісний) портфель і консервативний портфель. Така типізація портфелів заснована на диференціації рівня інвестиційного ризику (а відповідно і рівня інвестиційного прибутку).

Агресивний (спекулятивний) портфель – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації поточного прибутку або приросту інвестованого капіталу поза залежністю від супутнього йому рівня інвестиційного ризику. Він дозволяє одержати максимальну норму інвестиційного прибутку на вкладений капітал, проте це супроводжує найвищий рівень інвестиційного ризику, при якому інвестований капітал може бути втрачений цілком або в значною мірою.

Помірний (компромісний) портфель – це сформована сукупність фінансових інструментів інвестування, по якому загальний рівень портфельного ризику наближений до середньоринкового. Природньо, що по такому інвестиційному портфелі і норма інвестиційного прибутку на вкладений капітал буде також наближена до середньоринкової.

Консервативний портфель – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику. Такий портфель, формований найбільше обережними інвесторами, практично виключає використання фінансових інструментів, рівень інвестиційного ризику по яких перевищує середньоринковий. Консервативний інвестиційний портфель забезпечує найвищий рівень безпеки фінансового інвестування.

Виходячи з цих основних типів інвестиційних портфелів формуються різноманітні їхні варіанти, що використовуються при реалізації політики фінансового інвестування підприємства. Такими основними варіантами типів інвестиційних портфелів є:

- 1) агресивний портфель прибутку;
- 2) агресивний портфель росту;
- 3) помірний портфель прибутку;
- 4) помірний портфель росту;
- 5) консервативний портфель прибутку;
- 6) консервативний портфель росту.

Діапазон типів інвестиційних портфелів може бути розширений у ще більшому ступені за рахунок їхніх варіантів, що мають проміжне значення цілей фінансового інвестування.

Визначення цілей фінансового інвестування і типу інвестиційного портфеля, що реалізує обрану політику, дозволяє перейти до безпосереднього формування інвестиційного портфеля шляхом включення в нього відповідних фінансових інструментів. Ефективність цього формування пов'язана з використанням «сучасної портфельної теорії», за розробку окремих положень

якої ряд авторів – Г. Марковиц, Д. Тобин, В. Шарп і інші визнані гідними Нобелівської премії.

«Портфельна теорія» – це заснований на статистичних методах механізм оптимізації формованого інвестиційного портфеля за заданими критеріями співвідношення рівня його прибутковості і ризику.

У основі сучасної портфельної теорії лежить концепція «ефективного портфеля», формування якого покликано забезпечити найвищий рівень його прибутковості при заданому рівні ризику або найменший рівень його ризику при заданому рівні прибутковості. Іншими словами, при будь-якому із заданих основних параметрів формування портфеля інвестор повинен намагатися забезпечити найбільш ефективне поєднання рівнів ризику і прибутковості.

Основні етапи портфельної теорії:

1. *Оцінювання інвестиційних якостей окремих видів фінансових інструментів інвестування є попереднім етапом формування портфеля.* Це процес розгляду переваг і недоліків різноманітних видів фінансових інструментів інвестування з позицій конкретного інвестора, виходячи з цілей сформованої ним політики фінансового інвестування. Результатом цього етапу формування портфеля є визначення співвідношення дольових і боргових фінансових інструментів інвестування в портфелі, а в рамках кожної із цих груп - частки окремих видів фінансових інструментів (акцій, облігацій і т.п.).

2. *Формування інвестиційних рішень щодо включення в портфель окремих фінансових інструментів інвестування* базується на обраному типі портфеля, що реалізує політику фінансового інвестування; наявності пропозиції окремих фінансових інструментів на ринку; оцінки вартості і рівня прибутковості окремих фінансових інструментів; оцінки рівня систематичного (ринкового) ризику по кожному аналізованому фінансовому інструменті. Результатом цього етапу формування портфеля є ранжований за рівнем прибутковості і ризику перелік відібраних конкретних фінансових інструментів.

3. *Оптимізація портфеля, спрямована на зниження рівня його ризику при заданому рівні прибутковості,* ґрунтується на оцінці коваріації і відповідної диверсифікації інструментів портфеля.

Коваріація – це статистична характеристика, що визначає міру подібності (або розходжень) двох аналізованих цінних паперів у динаміці, амплітуді і напрямку змін. У процесі оптимізації інвестиційного портфеля вивчається коваріація зміни (коливання) рівня інвестиційного прибутку по різноманітних видах фінансових інструментів.

Диверсифікація фінансових інструментів інвестування дозволяє зменшити рівень несистематичного (специфічного) ризику портфеля, а відповідно і загальний рівень портфельного ризику. Чим більша кількість фінансових інструментів, включених у портфель, тим нижче при цьому рівні інвестиційного прибутку буде рівень портфельного ризику.

Збільшення кількості використовуваних інструментів інвестування дозволяє істотно знизити рівень портфельного ризику. За критеріями західних спеціалістів мінімальним вимогам диверсифікації портфеля відповідає

включення в нього не менше 10-12 фінансових (фондових) інструментів. В умовах нерозвиненості нашого фондового ринку цей критерій може бути дещо знижений.

Диверсифікація дозволяє зменшити тільки несистематичний ризик інвестиційного портфеля – систематичний ризик диверсифікацією не усувається (його можна тільки відшкодувати відповідною премією за ризик).

Результатом цього етапу формування портфеля є забезпечення мінімально можливого рівня його ризику при заданому рівні інвестиційної прибутку.

4. *Сукупна оцінка сформованого портфеля за рівнем прибутковості і ризику* дозволяє оцінити ефективність усієї роботи з його формування.

Результатом цього етапу оцінки портфеля є визначення того, наскільки вдалося знизити рівень портфельного ризику стосовно середньоринкового його рівня, сформованого при заданому рівні прибутковості інвестиційного портфеля. В умовах функціонування нашого фондового ринку ця оцінка повинна бути доповнена і показником рівня ліквідності сформованого портфеля.

Інвестиційний портфель, що цілком відповідає цілям його формування, являє собою «збалансований інвестиційний портфель».

14.5. Оперативне управління портфелем фінансових інвестицій

Зміна цілей інвестора й обсягу інвестиційних ресурсів, значні коливання кон'юнктури фінансового ринку, зміна ставки позичкового відсотка, розширення пропозиції фінансових інструментів і ряд інших умов викликають необхідність поточного коригування сформованого інвестиційного портфеля. Таке коригування зветься «реструктуризацією портфеля» і є основним змістом процесу оперативного управління на підприємстві.

Основні *етапи оперативного управління портфелем фінансових інвестицій*:

1. *Організація постійного моніторингу умов економічного розвитку країни і кон'юнктури фінансового ринку в розтині окремих його сегментів.* Такий моніторинг повинний носити безупинний характер у силу високої динаміки поточної кон'юнктури фінансового ринку. У процесі моніторингу основна увага повинна бути виділена виявленню динаміки чинників, що впливають на зниження рівня прибутковості, ризику і ліквідності фінансових інструментів, що входять до складу портфеля підприємства. Система таких чинників спостерігається й аналізується роздільно по дольових і боргових видах фінансових інструментів.

До числа основних чинників, що *негативно впливають на рівень прибутковості дольових і боргових фінансових інструментів інвестування*, відносяться такі:

1) Зниження рівня виплачуваних дивідендів внаслідок зменшення суми прибутку емітента. Зміна рівня дивідендних виплат є першим тривожним симптомом майбутнього зниження ринкової вартості конкретного виду акцій. У якій би переконливій формі не було б піднесене рішення акціонерної компанії,

це дає інвестору привід до детальної оцінки майбутньої ефективності інвестицій у ці акції.

2) Зниження темпів приросту вартості чистих активів емітента (або зменшення їхньої суми). Хоча таке зниження може носити тимчасовий характер, воно неминуче веде до відповідного зменшення котирування акцій на ринку.

3) Кон'юнктурний спад у галузі, у якій емітент здійснює свою операційну діяльність. Цей спад позначається насамперед на розмірі чистого прибутку емітента від операційної діяльності, а отже і на розмірі майбутніх дивідендів. Зниження рівня виплати дивідендів у свою чергу викликає зниження ринкового котирування акцій даного емітенту.

4) Істотне перевищення ринкової ціни фінансового інструмента над реальною його вартістю в момент придбання інвестором. Така переоціненість вартості дольових цінних паперів визивається, як правило, штучно що завищується її котируванням самим емітентом або відповідною спекулятивною грою учасників фондового ринку. Підвищення ефективності фондового ринку викликає зниження ціни таких переоцінених фінансових інструментів до рівня реальної їхньої вартості. Якщо в портфелі підприємства є такі переоцінені фінансові активи, від них краще позбутися заздалегідь.

5) Загальний спад кон'юнктури фондового ринку. Який би ні був рівень бета-коефіцієнта по фондовому портфелі в цілому або окремих його активах, спад кон'юнктури (зниження індексу) фондового ринку негативно позначається на ефективності цінних паперів.

6) Спекулятивна гра учасників фондового ринку, що характеризується переходом від «ринку биків» до «ринку ведмедів». Перелом у лінії ринку по даному виду цінних паперів є тією піковою точкою, у якому продаж цих дольових цінних паперів є найбільше вигідною з позицій підтримки цільового рівня ефективності портфеля. Проте варто мати на увазі, що така гра носить, як правило, короткостроковий характер і при формуванні портфеля росту звичайно може не враховуватися інвестором.

7) Підвищення рівня оподатковування інвестиційного прибутку по дольових фінансових інструментах. Зменшення рівня чистого інвестиційного прибутку може призвести до зниження ефективності фінансового інвестування навіть незважаючи на ріст дивідендних виплат (якщо фактичний приріст суми дивідендів буде нижче сума додаткової сплати податків).

До числа основних чинників, що *негативно впливають на рівень прибутковості боргових фінансових інструментів інвестування*, ставляться такі

1) Збільшення середньої ставки відсотка за кредит на фінансовому ринку. Ріст позичкового відсотка є основним чинником зниження рівня ефективності цих видів фінансових інструментів. Якщо цей ріст прогнозується і надалі, бажано, замінити довгострокові фінансові інструменти даного виду на короткострокові, що більш стійкі до негативного впливу цього чинника.

2) Підвищення темпів інфляції в порівнянні з попереднім періодом. Ріст темпу (індексу) інфляції в більш високих розмірах, ніж у попередньому періоді, призводить до знецінення номінальної вартості цих фінансових інструментів

інвестування і виплачуваних по ним відсоткам. При прогнозованій стабільності зазначеної тенденції без додаткового розміру інфляційної премії, встановлюваної емітентом, від таких фінансових інструментів у портфелі варто відмовитися.

3) Зниження рівня платоспроможності (кредитного рейтингу) емітента боргових фінансових інструментів. Наслідком такого зниження є зростання рівня ризику і проблеми з ліквідністю таких фінансових інструментів, що відповідно знижує і рівень їхньої ефективності.

4) Непередбачуване зниження розміру викупного фонду (фонду погашення) емітента по даному фінансовому зобов'язанню. Таке зниження викликає негативні наслідки для котирування таких видів фінансових інструментів інвестування.

5) Зниження рівня премії за ліквідність по довгострокових боргових фінансових інструментах. При істотному зниженні рівня ліквідності таких активів портфеля раніше встановлений розмір премії за ліквідність уже не відповідає новим реаліям ринку, що викликає зниження їхній котирувань і реально виплачуваної суми відсотка по ним.

6) Підвищення рівня оподаткування інвестиційного прибутку по боргових фінансових інструментах. Зниження рівня чистого прибутку відповідно позначається на їхніх інвестиційних якостях і ефективності портфеля фінансових інвестицій у цілому.

Результати моніторингу фінансового ринку й умов економічного розвитку країни в розтині розглянутих чинників дозволяють підвищити обґрунтованість управлінських рішень, прийнятих у процесі подальших етапів оперативного управління портфелем фінансових інвестицій підприємства.

2. Оперативна оцінка рівня прибутковості, ризику і ліквідності по сформованому портфелі фінансових інвестицій у динаміці. У процесі такої оцінки, що повинна носити регулярний характер, що відповідає періодичності здійснення моніторингу, виявляються тенденції рівня прибутковості, ризику і ліквідності по портфелі в цілому; їхня відповідність цільовим параметрам формування портфеля (типу портфеля); відповідність аналізованих параметрів ринкової шкали «прибутковість-ризик» і «прибутковість-ліквідність». Оцінка аналогічних показників проводиться з установленою періодичністю по окремих видах фінансових інструментів портфеля, а також у розтині конкретних їхніх різновидів.

Результати оцінки є основою прийняття управлінських рішень про необхідність і напрямки реструктуризації портфеля фінансових інвестицій.

3. Вибір принципових підходів до оперативної реструктуризації портфеля фінансових інвестицій підприємства. Теорія оперативного управління портфелем фінансових інструментів інвестування виділяє два принципових підходи до здійснення цього управління – пасивний і активний. Ці підходи різняться як задачами, так і методами оперативного управління портфелем.

Пасивний підхід до управління портфелем заснований на принципі «проходження у фарватері ринку». Практична реалізація цього принципу

означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій повинна чітко відбивати тенденції кон'юнктури фондового ринку як по загальному обсязі (на основі загально ринкових індексів динаміки), так і по складі цінних паперів, що обертаються на ньому. Іншими словами, динаміка портфеля фінансових інвестицій підприємства в мініатюрі повинна копіювати динаміку фондового ринку в цілому.

Основна увага при пасивному підході до управління портфелем приділяється забезпеченню його реструктуризації по видах цінних паперів і глибокої диверсифікації з метою зниження рівня портфельного ризику. Прихильники цього підходу вважають, що ефективність портфеля на 90 % забезпечується структурою видів фінансових інструментів і лише на 10 % – конкретними їхніми різновидами в рамках окремих видів. Найбільшою мірою пасивний підхід відбиває менталітет формування консервативного типу портфеля.

Активний підхід до управління портфелем заснований на принципі «випередження ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій повинна ґрунтуватися на прогностичних розрахунках ринкової кон'юнктури, а не відбивати поточному її динаміку. Для цього підходу характерна індивідуалізована оцінка майбутньої ринкової вартості фінансових інструментів інвестування з наступним униканням до складу реструктурованого портфеля недооцінених у поточному періоді цінних паперів. Активний підхід припускає також глибоку індивідуалізацію методів прогнозування кон'юнктури фондового ринку, заснованого переважно на фундаментальному його аналізі. Найбільшою мірою активний підхід до управління портфелем відбиває менталітет агресивного його формування.

Вибір принципового підходу до оперативної реструктуризації портфеля фінансових інвестицій визначає систему методів її здійснення на підприємстві.

4. Реструктуризація портфеля за основними видами фінансових інструментів інвестування. Така реструктуризація здійснюється двома різноманітними методами в залежності від обраного принципового підходу до оперативного управління портфелем. Основу цих методів складає встановлення постійного або перемінного співвідношення спекулятивної і консервативної частин портфеля фінансових інвестицій.

При постійному співвідношенні спекулятивної і консервативної частин портфеля його реструктуризація по основних видах фінансових інструментів завжди повинна бути спрямована на забезпечення початкових цільових параметрів його формування. У залежності від типу формованого портфеля інвестор установлює постійне співвідношення спекулятивної і консервативної його частин, що характеризується визначеними видами фінансових інструментів інвестування. Ці значення можуть варіювати лише в невеличкому діапазоні в межах установлених лімітів. При досягненні цих лімітів проводяться операції по реструктуризації видів фінансових інструментів. Так, якщо понад ліміт зросла вартість спекулятивних видів цінних паперів, частина з них реалізується з рівнобіжним придбанням цінних паперів консервативних видів.

Реструктуризація портфеля на основі методу постійного співвідношення окремих видів фінансових інструментів відбиває ідеологію пасивного підходу до його управління.

При перемінному співвідношенні спекулятивної і консервативної частин портфеля інвестор постійно варіює склад видів цінних паперів з урахуванням прогнозованої динаміки їхньої ринкової вартості. Якщо результати прогнозу показують більш сприятливу динаміку ринкової вартості фінансових інструментів спекулятивної частини портфеля, їхня частка збільшується при відповідному зниженні питомої ваги фінансових інструментів консервативної його частини. І, навпаки, – при прогнозованій несприятливій динаміці ринкової вартості фінансових інструментів спекулятивної частини портфеля їхня частка відповідно знижується. Підпорядкування реструктуризації портфеля прогнозованій динаміці ринкової вартості спекулятивних видів фінансових інструментів відбиває ідеологію активного підходу до його управління.

5. Реструктуризація портфеля по конкретних різновидах фінансових інструментів інвестування.

Методи такої реструктуризації портфеля визначаються принциповими підходами до його управління.

При пасивному підході до оперативного управління портфелем основна увага в здійсненні цього етапу реструктуризації портфеля приділяється забезпеченню глибокої його диверсифікації в рамках окремих видів фінансових інструментів. Одним із методів, характерних для цього підходу до управління, є також імунізація портфеля, спрямована на зменшення процентного ризику по боргових цінних паперах. Суть цього методу складається в доборі в портфель (у процесі ротації окремих його фінансових інструментів) боргових цінних паперів із періодом обертання, у рамках якого процентна ставка на фінансовому ринку прогнозується незмінною.

При активному підході до оперативного управління портфелем основна увага на цьому етапі реструктуризації портфеля приділяється пошуку і придбанню недооцінених фінансових інструментів інвестування. Цей підхід використовує так званий «Метод Грехема» – інвестиційну теорію, що підтверджує, що найбільше ефективною стратегією управління є формування портфеля за рахунок таких фондових інструментів, ринкові ціни на котрі нижче їх реальній внутрішній вартості (обчисленої на основі оцінки вартості чистих активів компанії). Цей метод характеризують як ідеологію активного управління портфелем, орієнтовану на вартість.

6. Визначення часу вчинення угод по реструктуризації портфеля фінансових інвестицій. Будь-яка реструктуризація портфеля супроводжується продажем одних фінансових його інструментів і придбанням інших. Принцип визначення часу вчинення таких угод (відомий як «золоте правило інвестування») укладений у формулі – «купуй дешево, продавай дорого». Реалізація цього принципу на практиці пов'язана з прогнозуванням короткострокових кон'юнктурних циклів (на основі методів технічного аналізу)

і визначенням точки перелому кон'юнктурної тенденції (перехід від «ринку биків» до «ринку ведмедів» і навпаки).

7. *Обґрунтування альтернативних наказів брокеру на здійснення угод, що забезпечують реструктуризацію портфеля.* Однієї з задач є забезпечення мінімізації поточних витрат по здійсненню його реструктуризації. Основу витрат по реалізації прийнятих у цій області управлінських рішень складають витрати по брокерському обслуговуванню угод. Від виду наказів брокеру багато в чому залежать терміни й обсяги поточних витрат по вчиненню таких угод, а в остаточному підсумку – ефективність оперативного управління сформованим портфелем фінансових інвестицій.

Розрізняють два основних типи наказів брокеру на вчинення угод, що забезпечують реструктуризацію портфеля, – «ринковий» і «лімітний».

Ринковий наказ визначає завдання брокеру купити або продати відповідний фінансовий інструмент по найкращій ціні, обумовленою поточною кон'юктурою фондового ринку. У реальній практиці це означає, що придбання відповідного фінансового інструмента повинно бути здійснене за найменшою ціною пропозиції, а продаж – за найвищою ціною попиту.

Одним із варіантів ринкового наказу є так називаний «стоп-наказ», що встановлює граничні значення ринкового наказу на покупку або продаж фінансового інструмента. Ринковий наказ забезпечує оперативну реструктуризацію портфеля в тих випадках, коли інвестор очікує перелом кон'юнктурної тенденції.

Лімітний наказ визначає завдання брокеру купити або продати відповідний фінансовий інструмент по строго лімітованій ціні (мінімальній ціні продажу або максимальній ціні покупки) і в лімітований проміжок часу. Наказ, що діє протягом тривалого періоду («відкритий наказ») дозволяє здійснювати реструктуризацію портфеля з більш високим рівнем ефективності. Лімітний наказ використовується в тих випадках, коли принципове рішення про покупку або продаж фінансового інструмента не супроводжується очікуванням у найближчому періоді переломом кон'юнктурної тенденції.

Складність оперативного управління портфелем фінансових інвестицій визначає необхідність широкого використання в цьому процесі сучасних комп'ютерних технологій. Програмні продукти, пов'язані з використанням таких технологій, повинні забезпечувати моніторинг основних параметрів окремих фінансових інструментів і портфеля фінансових інвестицій у цілому, визначати напрямки і терміни реструктуризації портфеля по основних видах і різновидам фінансових інструментів, формувати найбільше ефективні альтернативні проекти наказів брокеру на вчинення необхідних угод. Програмне оперативне управління портфелем фінансових інвестицій (відоме під терміном «програмна торгівля») одержала широке поширення в країнах із розвинутою ринковою економікою, де в цих цілях розроблені численні види спеціальних керуючих програм.

14.6. Принципи і методи оцінки ефективності окремих фінансових інструментів інвестування

Особливості оцінки ефективності фінансових інвестицій:

1. В надходженнях відсутні амортизаційні відрахування. Основу надходжень складають відсотки (дивіденди), а також ціна продажу (погашення) фінансового інструмента

2. Витратами є ціна придбання фінансового інструмента, а також непрямі витрати.

3. При врахуванні фактору часу використовується коефіцієнт дисконтування, який носить більш суб'єктивний характер, ніж при реальному інвестуванні. Коефіцієнтом дисконтування обирається бажана норма дохідності для інвестора з врахуванням ризику, ліквідності тощо.

4. Для визначення ефективності визначають показник реальної (внутрішньої) вартості фінансового інструмента.

Реальна вартість фінансового інструмента – це сума майбутніх надходжень, приведена до теперішнього часу:

$$B_p = \sum_{t=1}^n \frac{D_r}{(t+r)^t},$$

де n – кількість інтервалів;

t – порядковий номер часового інтервалу;

r – ставка дисконтування (бажана норма дохідності).

Якщо реальна вартість більше ціни придбання фінансового інструмента (інвестиційних витрат), то таке інвестування є доцільним. Якщо менше ціни придбання, то доходність цієї інвестиції буде нижчою, ніж бажана, а, отже, недоцільним.

Якщо $B_p > Ц$ – доцільно придбати фінансовий актив, оскільки фактична доходність буде більшою за бажану.

Якщо $B_p < Ц$ – недоцільно.

Наприклад, визначити, чи доцільно купити облігацію номіналом 1000 грн. за ціною 830 грн. з терміном погашення 5 років, якщо відсотки виплачуються щоквартально 12 % річних, а бажана доходність – 16 % річних.

$$B_p = 30 \times \frac{1 - (1 + 0,04)^{-20}}{0,04} + \frac{1000}{(1 + 0,04)^{20}} = 864 \text{ грн.}$$

Визначають також **дохід з врахуванням фактора часу** – це різниця між реальною вартістю фінансового інструмента і ціною придбання.

$$\text{Дохід} = B_p - Ц$$

Відносним показником ефективності фінансових інвестицій є **дохідність**, що визначається як відношення доходу до ціни придбання.

Також при аналізі ефективності фінансових інвестицій визначають **поточний дохід** (як сума виплачених дивідендів або відсотків), **курсовий (капіталізований) дохід** (як різниця між ціною продажу і ціною придбання), а також **сукупний дохід**.

$$PF = \sum_{t=1}^n D_t + (P_1 - P_0)$$

де PF – сукупний дохід;
 $\sum_{t=1}^n D_t$ – поточний дохід;
 P_1 – ціна продажу;
 P_0 – ціна придбання;
 $P_1 - P_0$ – курсовий дохід.

Дохідність визначають як відносний показник доходу до ціни придбання.

Наприклад, минулого року інвестор купив 600 акцій на суму 12480 грн. Сума отриманих дивідендів за рік – 749 грн. Поточна ціна акції – 22,5 грн. Розрахувати показники поточного, курсового і сукупного доходу. Визначити показники поточної, курсової і сукупної дохідності.

$$PF = \sum_{t=1}^n D_t + (P_1 - P_0),$$

$$PF = 749 + (22,5 \times 600 - 12\,480) = 1\,769 \text{ грн.}$$

Моделі оцінки вартості облігацій:

1) Базова модель

$$B_p = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n},$$

де P_t – періодично виплачувані відсотки;

N – номінал облігації

Наприклад, на фондовому ринку пропонується до продажу облігація підприємства номіналом 100 грн. за ціною 90 грн. Випущена була строком на 3 роки, до погашення залишилось 2 роки. Щорічно виплачуються відсотки 30 % від номіналу. Очікувана (бажана) норма дохідності – 35% річних. Визначити, чи доцільно купляти таку облігацію

$$B_p = \frac{30}{(1+0,35)} + \frac{30}{(1+0,35)^2} + \frac{100}{(1+0,35)^2} = 93,6 \text{ грн.}$$

2) Модель оцінки вартості облігації з виплатою відсотків при погашенні

$$B_p = \frac{\sum_{t=1}^n P_t + N}{(1+r)^n},$$

де P_t – періодично виплачувані відсотки;

N – номінал облігації

Наприклад, на фондовому ринку пропонується до продажу облігація підприємства номіналом 100 грн. за ціною 90 грн. Випущена була строком на 3 роки, до погашення залишилось 2 роки. Відсотки 30% річних від номіналу виплачуються при погашенні. Очікувана (бажана) норма дохідності – 35% річних. Визначити, чи доцільно купляти таку облігацію

$$B_p = \frac{30+30+100}{(1+0,35)^2} = 87,8 \text{ грн.}$$

3) Модель оцінки вартості дисконтної облігації

$$B_p = \frac{N}{(1+r)^n}$$

Наприклад, облігація номіналом 100 грн. реалізується за ціною 67 грн... Випущена була строком на 3 роки. Очікувана (бажана) норма дохідності – 16% річних. Визначити, чи доцільно купляти таку облігацію

$$B_p = \frac{100}{(1 + 0,16)^3} = 64 \text{ грн.}$$

Моделі оцінки вартості акцій:

1) Модель оцінки акції з визначеним строком продажу

$$B_p = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_r}{(1+r)^t}$$

де D_t – періодично виплачувані дивіденди;

P_r – очікувана курсова вартість в період реалізації

2) Модель оцінки вартості акції з невизначеним періодом часу

$$B_p = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

де D_t – періодично виплачувані дивіденди;

Наприклад, чи доцільно купляти акцію за ціною 100 грн., якщо прогнозовані щорічні дивіденди 20 грн., а бажана річна дохідність а) 10 %; б) 20 %; в) 40 %. Яка фактична дохідність?

3) Модель оцінки вартості акції із визначеним темпом зростання дивідендних виплат (модель Гордона)

$$B_r = \frac{D \times (1 + T)}{r + T}$$

де D – останній виплачений дивіденд;

T – темп приросту дивідендних виплат.

Наприклад, останній виплачений дивіденд – 100 грн. Підприємство щорічно збільшує дивідендні виплати на 8%. Очікувана дохідність – 20 % річних. Визначити, чи доцільно купляти акцію за ціною 1100 грн. Яка фактична річна дохідність при купівлі за 1100 грн.?

$$B_r = \frac{100 \times (1 + 0,08)}{0,2 - 0,8} = 900 \text{ грн.}$$

$$1100 = \frac{100 \times (1 + r)}{0,2 - r}.$$