

УДК 658

## УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ: РЕАЛІЇ СЬОГОДЕННЯ

**Прокопенко Наталія Семенівна***Зав. каф. фінансів та банківської справи**ПВНЗ «Європейський університет»**prokopenko\_nata1@mail.ru***Прокопенко Крістіна Ігорівна***Аспірантка каф. фінансів та банківської справи**ПВНЗ «Європейський університет»*

**Анотація.** В статті розглянуто критерій оптимального інвестиційного портфеля, який представлено, як такий портфель, що забезпечує найбільшу доходність на одиницю ризику, тобто при заданій (очікуваній) доходності оптимального портфеля йому відповідає найменший ризик. В якості міри ризику запропоновано використовувати стандартне відхилення величини доходності: чим більше значення даного показника, тим більш ризикованим буде портфель. Обґрунтовано, що оперативне управління інвестиційною діяльністю слід досліджувати в двох аспектах: оперативне управління реальними інвестиціями (управління реалізацією реальних інвестиційних проектів); оперативне управління портфелем фінансових інвестицій.

Аргументовано, що під оперативним управлінням портфелем фінансових інвестицій розуміють обґрунтування і реалізацію управлінських рішень, які забезпечують дотримання цільового інвестиційного напрямку фінансового портфеля згідно з параметрами доходності, ліквідності та ризику. Доведено, що окремим елементом підсистеми управління залученням інвестиційних ресурсів слід виділити діяльність із залучення фінансових інвестицій. При цьому важливе місце займає вибір інструментів мобілізації ресурсів. Окреслено, що невеликі за розміром підприємства можуть залучати інвестиційні ресурси лише в короткостроковому періоді шляхом випуску векселів, тоді як, наприклад, середні підприємства можуть використовувати в якості інструментів залучення інвестицій також облигації (для середньострокових інвестицій) та акції (для середньострокового та короткострокового інвестування).

**Аннотация.** В статье рассмотрены критерий оптимального инвестиционного портфеля, представленный, как такой портфель, обеспечивающий наибольшую доходность на единицу риска, то есть при заданной (ожидаемой) доходности оптимального портфеля ему соответствует наименьший риск. В качестве меры риска предложено использовать стандартное отклонение величины доходности: чем больше значение данного показателя, тем более рискованным будет портфель. Обосновано, что оперативное управление инвестиционной деятельностью следует исследовать в двух аспектах: оперативное управление реальными инвестициями (управление реализацией реальных инвестиционных проектов); оперативное управление портфелем финансовых инвестиций.

Аргументировано, что под оперативным управлением портфелем финансовых инвестиций понимают обоснование и реализацию управленческих решений, обеспечивающих соблюдение целевого инвестиционного направления финансового портфеля в зависимости от параметров доходности, ликвидности и риска. Доказано, что отдельным элементом подсистемы управления привлечением инвестиционных ресурсов следует выделить деятельность по привлечению финансовых инвестиций. При этом важное место занимает выбор инструментов мобилизации ресурсов. Определены, что небольшие по размеру предприятия могут привлекать инвестиционные ресурсы только в краткосрочном периоде путем выпуска векселей, тогда как, например, средние предприятия могут использовать в качестве инструментов привлечения инвестиций также облигации (для среднесрочных инвестиций) и акции (для среднесрочного и краткосрочного инвестирования).

**Ключові слова:** інвестування, управління інвестиційним портфелем, фінансові інвестиції, інвестиційний менеджмент, інвестиційний процес, інвестиційна діяльність.

**Ключевые слова:** инвестирование, управление инвестиционным портфелем, финансовые инвестиции, инвестиционный менеджмент, инвестиционный процесс, инвестиционная деятельность.

Управління інвестиційним портфелем є важливою складовою економічного розвитку країни, створює умови для розширення інвестиційної діяльності. Наразі в умовах активізації євроінтеграційних процесів, вагоме значення мають проблеми розвитку цінних паперів.

Теоретичні та прикладні аспекти інвестиційної політики сприяння розвитку економічних і соціальних процесів в країні розглядалися у працях: Анісімова О.М., Асанова Е.Р., Вода І.С., Галкіна А.С., Герасимова С.В., Гнатюк Т.М., Гриневич Л.В., Гудзь О.Є., Дребот Н.П., Єпіфанова І.Ю., Жуков В.В., Завербний А.С., Кабанець О.В., Кісіль М.І., Крейдич І.М., Кухта П.В., Миرونюк Т.І., Ольшанський О.В., Парсяк В.Н., Пащенко О.В., Плетень Ю.І., Покатаєва К.П., Прокопенко Н.С., Пухальський В.В., Романова Л.В., Селінкова О.М., Скворцов І.Б., Федюніна С.Д., Хрущ Н.А. та ін..

Визнаючи вагомість результатів їх досліджень, водночас відмітимо ще не досить широко висвітлено причинно-наслідкові зв'язки складових інвестиційної політики, недостатньо переконливо обґрунтовано переваги управління інвестиційним портфелем.

Сукупність відміченого визначили мету та завдання даної публікації.

Інвестиційний портфель в сучасному інвестиційному менеджменті розглядається як:

«сукупність об'єктів реального та фінансового інвестування, яка формується відповідно до цілей попередньо розробленої інвестиційної стратегії інвестора» [1, с. 43];

«сукупність фінансових активів, призначена для здійснення інвестиційної діяльності відповідно до розробленої інвестиційної стратегії підприємства і виступає як цілісний об'єкт управління» [2, с. 308];

«сукупність інвестиційних проектів і цінних паперів, що входять до його складу»;

цілеспрямована сукупність цінних паперів і прирівняних до них активів (опціони, нерухомість, золото і т. і.), що збираються разом задля досягнення певної мети [4, с. 718].

Виходячи із наведених визначень, можна зробити висновок про те, що в низці джерел інвестиційний портфель розглядається лише як об'єкт управління фінансовими інвестиціями. Така ситуація зумовлена, перш за все тим, що управління формуванням інвестиційного портфелю базується на працях зарубіжних вчених, які інвестиційний менеджмент здебільшого ототожнюють із управлінням фінансовими інвестиціями.

Враховуючи специфіку вітчизняного інвестиційного процесу, зокрема – переважання реального інвестування підприємств, такий підхід є, на нашу думку, неправильним, а тому вважаємо за необхідне процес формування інвестиційного портфеля розглядати із врахуванням об'єктів як фінансового, так і реального інвестування.

Теоретико-методичною базою формування інвестиційного портфеля підприємства є портфельна теорія Г. Марковіца, одноіндексна модель У. Шарпа, методологія оцінювання ризику Value-at-Risk (VaR), нечіткий підхід на основі теорії можливостей.

Теорія Г. Марковіца вважається класичною фундаментальною теорією формування інвестиційного портфеля, що передбачає врахування двох чинників: ризику та доходності. Основні положення зазначеної теорії містять критерій оптимального інвестиційного портфеля: це такий портфель, що забезпечує найбільшу доходність на одиницю ризику [89] тобто при заданій (очікуваній) доходності оптимального портфеля йому відповідає найменший ризик [6, с. 39]. В якості міри ризику прийнято стандартне відхилення величини доходності: чим більше значення даного показника, тим більш ризикованим буде портфель [7, с. 51]. Мінімізація ризиковості портфеля здійснюється шляхом його диверсифікації; для зниження ризику за портфелем необхідно розподілити кошти між інвестиціями, що мають мінімальну кореляцію [2, с. 308]. Водночас слід враховувати, що зменшення ризику за рахунок диверсифікації портфеля призведе до зниження його прибутковості.

Теорії Г. Марковіца не позбавлена недоліків. Зокрема, її головним недоліком, як зазначається в праці [7, с. 52], є необхідність виконання вимоги щодо нормального розподілу значень доходності, можливість розгляду тільки конкретних значень доходності та необхідність встановлення ймовірності їх досягнення, що вимагає значного обсягу розрахунків.

В моделі У. Шарпа мета інвестора полягає у мінімізації дисперсії інвестиційного портфеля, причому дисперсія інвестиційного портфеля розглядається як така, що складається із двох елементів:

- власного ризику, що кількісно вимірюється як сума середньозважених дисперсій помилок (відхилень реальних значень доходності від лінійної залежності);

- ринкового ризику, що в кількісному вираженні дорівнює зваженій величині дисперсії ринкового показника доходності.

Таблиця 1.

Застосування методик оптимізації інвестиційного портфеля підприємства

Модель оптимізації	Умови застосування	Недоліки
Модель Г. Марковіца	У випадку однорідності ринку, коли із впевненістю можуть бути встановлені ймовірності досягнення того чи іншого значення дохідності. Доцільно використовувати, коли потрібно сформулювати портфель з цінних паперів різного характеру, що належать різним галузям.	- необхідність виконання вимоги щодо нормального розподілу значень дохідності; - можливість розгляду тільки конкретних значень дохідності - необхідність встановлення ймовірності їх досягнення, що вимагає значного обсягу розрахунків
Модель У. Шарпа	Застосовується в основному при розгляді великої кількості цінних паперів, що описують велику частину фондового ринку. Доцільно використовувати, коли існує гостра необхідність зменшення обсягів обчислень.	- необхідність прогнозувати дохідність фондового ринку та безризикову ставку дохідності; - не враховується ризик коливань безризикової дохідності; - при значній зміні співвідношення між безризиковою дохідністю та дохідністю фондового ринку модель дає похибки.
Модель Тобіна	У моделі Тобіна передбачається наявність так званих безризикових активів, прибутковість яких не залежить від стану ринку і має постійне значення. Крім того, в моделі Тобіна допустимими є будь-які портфелі	Тобін - послідовник Кейнса спробував дати більш повне обґрунтування транзакційного, формованого по мотиву обережності й спекулятивного попиту на гроші. Спроба вдосконалити викладену Кейнсом теорію спекулятивного попиту на гроші вдалася лише частково, тому що дотепер не ясно, чи існує цей попит взагалі.
Методологія □□□□ □□□□□□□□	Якщо є необхідність враховувати в якості міри ризику тільки негативні відхилення значень досліджуваного показника	припущення про нормальність розподілу та наявність симетрії в розподілі.
Модифікована методологія □□□□ □□□□□□□□ (за міру ризику приймається медіанна семіваріація)	Якщо розподіл значень показника, що розглядається, не відповідає нормальному закону	
Нечіткий підхід на основі теорії можливостей	Якщо досліджуваний ринок неоднорідний (що характерно для кризових явищ) і необхідно розглянути весь інтервал можливих значень дохідності (і їх розподіл може не відповідати нормальному закону)	Складність розрахунків

Джерело: складено автором на основі [3; 8; 13].

Перевагою моделі У. Шарпа є менший, порівняно із задачею Марковіца, обсяг розрахунків, що досягається завдяки використанню лінійної регресійної моделі.

Деякі недоліки моделей Марковіца та Шарпа (зокрема виконання вимоги щодо про нормального розподілу досліджуваної величини; необхідність врахування як негативних, так і позитивних відхилень значень досліджуваної величини під час обчислення міри ризику) можуть бути усунені шляхом використання методології Value-at-Risk (VaR), яка передбачає розрахунок показника VaR. Зазначений показник обчислюється на основі величини абсолютних збитків або величини втрат відносно середнього доходу [7, с. 53].

На основі результатів досліджень, здійснених В. І. Дубровіним та В. М. Льовкіним, можна окреслити окремі випадки застосування розглянутих методик оптимізації інвестиційного портфеля (табл 1.).

Що стосується практичного застосування розглянутих моделей оптимізації інвестиційного портфеля в умовах інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств, то слід зазначити, що на сьогоднішній день в більшості випадків досліджуються лише теоретичні аспекти, оскільки спроби їх практичного застосування не дають бажаного результату. Зокрема, автори праці [8] роблять спробу перевірки можливостей практичного застосування моделі Марковіца в умовах фондового ринку України, в результаті чого роблять висновок про те, що на сучасному етапі розвитку застосування теорії портфельного інвестування Марковіца є обмеженим, оскільки інвестор не має можливості сформувати портфель зі слабкорельованих цінних паперів, (у зв'язку із нерозвиненістю фондового ринку акції українських емітентів сильно корельовані між собою) [8, с. 241]. Аналогічної позиції дотримуються і автори праці [3], які зазначають, що використання моделей Марковіца та Шарпа є ефективним в умовах високоорганізованого, стабільного фондового ринку, якому притаманні прогнозованість, прозорість і стабільність, що не можна сказати про сучасний ринок цінних паперів в Україні; відповідно основним недоліком є великі похибки, що викликані нестабільністю котирування цінних паперів на фондовому ринку в цілому [3, с. 149]. Більше того, як зазначає В. Литвинчук, «теорія Марковіца сьогодні є застарілою і трудовитратною як з точки зору отримання вихідної інформації, так і з позицій досяжної в її межах точності результатів розрахунку» [9, с. 77].

Спроба адаптації класичних моделей оптимізації інвестиційного портфеля до сучасних умов здійснена В. Савчуком, який запропонував модель Квазі-Шарп, що ґрунтується на взаємозв'язку доходності кожного цінного папера з деякого набору  $N$  цінних паперів з доходністю одиничного портфеля з цих паперів, під яким розуміється портфель, що складається з усіх цінних паперів, взятих у рівній пропорції [10]. Такий взаємозв'язок описується лінійною функцією, причому в якості характеристики доходності цінного папера береться математичне очікування доходності. Як зазначається в праці [3], даний підхід також має недолік – у моделі береться до уваги окремий сегмент фондового ринку без урахування глобальних тенденцій.

Таким чином, існуюча методологічна база управління інвестиційним портфелем потребує удосконалення та подальшого розвитку в напрямі адаптації існуючих методик до сучасних умов. Крім того, існує також гостра необхідність розробки методик формування інвестиційного портфеля з врахуванням реального інвестування, адже у зв'язку із різним рівнем економічної ефективності реальних та фінансових інвестицій, вимоги до управління ними суттєво відрізняються. Як зазначає Пенцак С. П., з позицій суспільних інтересів важливішим є реальне інвестування, оскільки саме завдяки йому відбувається прирощування реального капіталу, тоді як інвестування в цінні папери зумовлює лише передачу власності і є способом розміщення вільного капіталу [5, с. 31]. Виходячи із зазначеного, стає очевидною актуальність розробки методик формування портфелю реальних інвестицій підприємства.

Оперативне управління інвестиційною діяльністю слід досліджувати в двох аспектах:

- 1) оперативне управління реальними інвестиціями (управління реалізацією реальних інвестиційних проектів);
- 2) оперативне управління портфелем фінансових інвестицій

Під оперативним управлінням портфелем фінансових інвестицій розуміють обґрунтування і реалізацію управлінських рішень, які забезпечують дотримання цільового інвестиційного напрямку фінансового портфеля згідно з параметрами доходності, ліквідності та ризику [11, с. 281].

Окремим елементом підсистеми управління залученням інвестиційних ресурсів слід виділити діяльність із залучення фінансових інвестицій. При цьому важливе місце займає вибір інструментів мобілізації ресурсів. Зокрема, О.В.

Родіонов наголошує на необхідності врахування розміру підприємства, терміну інвестування, різновиду джерела формування активів [12, с.2]. Як показали дослідження цього науковця, можливості залучення фінансових інвестицій для великих підприємств є набагато більшими, аніж для малих. Зокрема, як стверджується в праці [12], невеликі за розміром підприємства можуть залучати інвестиційні ресурси лише в короткостроковому періоді шляхом випуску векселів, тоді як, наприклад, середні підприємства можуть використовувати в якості інструментів залучення ін-

вестицій також облігації (для середньострокових інвестицій) та акції (для середньострокового та короткострокового інвестування).

Підсумовуючи, зазначимо, що управління інвестиційним портфелем є складним та багатоаспектним процесом, реалізація якого залежить від багатьох чинників як внутрішнього, так і зовнішнього характеру. Зважаючи на це, ефективність такого управління залежатиме, з одної сторони, від наявності науково обґрунтованої та чітко визначеної методичної бази, а з іншої – від професіоналізму керівництва підприємства.

### Список використаних джерел:

1. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: підруч. [для студ. вищ. навн. закл.] / Т. В. Майорова. - К.: Центр учбової літератури, 2009. - 472 с.
2. Мироненко М.Ю. Проблеми формування інвестиційного портфеля / М.Ю.Мироненко, Сімонова І.В. // Сталій розвиток економіки. – 2011. №4. – С. 308- 311.
3. Боримський Ю.С. Алгоритми формування інвестиційного портфеля та визначення часток активів в інвестиційному капіталі / Ю.С. Боримський, П.І. Бідюк, А.В.Федоров // Наукові праці. – 2009. Випуск 93. Том 106. – С. 39-46.
4. Гетьман О.М. Оптимізація моделювання управління інвестиційним портфелем / О.М. Гетьман, В.М. Вакаров, С.В. Сембер // Науковий вісник Ужгородського університету. Збірник наукових праць. – 2012. – Вип. 2 (36). – С. 147-152.
5. Смалюк Г. Теоретичні основи системного підходу до формування та реалізації інвестиційного портфеля / Г. Смалюк // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект. Сборник научных трудов. – 2009. №2. – С. 717-722.
6. Боди З. Принципы инвестиций. / З. Боди, А. Кейн, А.Дж. Маркус. – М.; СПб.; К., 2004. – 982 с.
7. Дубровін В.І. Оцінювання ризиків інвестиційного портфеля / В.І. Дубровін, В.М. Льовкін // Радіоелектроніка. Інформатика. Управління. – 2010. – №1 (22). – С. 51 – 55.
8. Боярко І.М. Застосування моделі Марковіца в умовах фондового ринку України / І.М. Боярко, Я.В.Самусевич // Інноваційна економіка. – 2012. № 4 (30). – С. 237-241.
9. Литвинчук В. Формування інвестиційного портфеля в умовах сучасного інформаційного простору / В. Литвинчук // Економіст. – 2011. №5. – С. 76-78.
10. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. Учеб. пособие для студ. экон. спец.: Пособие для подгот. и повышения квалификации менеджеров предприятий и профессиональных участников рынка ценных бумаг / В.П. Савчук – К.: Издательский дом «Максимум», 2001. – 592 с.
11. Тимошик Н.С. Особливості оперативного управління фінансовими інвестиціями / Н.С. Тимошик // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.15. – С. 278- 283.
12. Родіонов О.В. Аналіз існуючих підходів та методик залучення фінансових інвестицій підприємствами [Електронний ресурс] / О.В. Родіонов // Науковий вісник Луганського національного аграрного університету. Збірник наукових праць. – 2009. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem\\_biol/nvlnau/Ekon/2009\\_6/articles/O.V.\\_Rodionov.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem_biol/nvlnau/Ekon/2009_6/articles/O.V._Rodionov.pdf)
13. Замятіна Н.В. Мотиваційний механізм активізації інвестиційної діяльності сільськогосподарських підприємств в умовах євроінтеграції / Н.В. Замятіна // Науковий вісник НЛТУ України. – 2014. № 24.10. – С.186-190.