

Економічні науки

УДК 658.152.

Хусаїнова Анастасія Сергіївна

студентка

Київського національного університету технологій та дизайну

Хусаїнова Анастасия Сергеевна

студентка

Киевского национального университета технологий и дизайна

Khusainova Anastasiya

Student of the

Kyiv National University of Technology and Design

**ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ
ПОРТФЕЛЕМ ПІДПРИЄМСТВА
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ
ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ ПРЕДПРИЯТИЯ
THEORETICAL ASPECTS OF THE MANAGEMENT OF
INVESTMENT PORTFOLIO OF THE ENTERPRISE**

Анотація. У статті розглянуто сутність, особливості та види інвестиційного портфелю підприємства. Сформовано власне визначення інвестиційного портфелю підприємства з позиції інвестиційних ресурсів, об'єктів та напрямків інвестування. Визначено підходи до формування інвестиційного портфелю, етапи його формування. Визначено підходи до управління та роль управління інвестиційним портфелем підприємства. Охарактеризовано базові принципи фінансового менеджменту, які необхідно дотримуватися при управлінні інвестиційним портфелем. Наведено авторську оцінку ефективності інвестиційного портфелю як показник економічного прибутку підприємства від вкладених реальних та

фінансових інвестицій. Ключовими у реалізації інвестиційного портфелю повинні бути методи контролю, що являють собою моніторинг за процесом впровадження інвестиційних проектів.

Ключові слова: управління портфелем, інвестиційний портфель, моніторинг, контроль інвестиційного портфелю, система управління.

Аннотація. В статье рассмотрены сущность, особенности и виды инвестиционного портфеля предприятия. Сформировано собственное определение инвестиционного портфеля предприятия с позиции инвестиционных ресурсов, объектов и направлений инвестирования. Определены подходы к формированию инвестиционного портфеля, этапы его формирования. Определены подходы к управлению и роль управления инвестиционным портфелем предприятия. Охарактеризованы базовые принципы финансового менеджмента, которые необходимо соблюдать при управлении инвестиционным портфелем. Приведено авторскую оценку эффективности инвестиционного портфеля как показатель экономической прибыли предприятия от вложенных реальных и финансовых инвестиций. Ключевыми в реализации инвестиционного портфеля должны быть методы контроля, представляющие собой мониторинг за процессом внедрения инвестиционных проектов.

Ключевые слова: управление портфелем, инвестиционный портфель, мониторинг, контроль инвестиционного портфеля, система управления.

Summary. In the article the essence, features and types of investment portfolio of the enterprise are considered. The actual definition of the investment portfolio of the enterprise from the standpoint of investment resources, objects and directions of investment is formed. The approaches to formation of an investment portfolio, stages of its formation are determined. The approaches to management and the role of management of an investment portfolio of the

enterprise are determined. The basic principles of financial management, which must be observed in the management of an investment portfolio, are described. An author's estimation of the efficiency of the investment portfolio as an indicator of the company's economic profit from invested real and financial investments is presented. The key to implementing an investment portfolio should be the methods of monitoring, which are monitoring the process of implementing investment projects.

***Key words:** portfolio management, investment portfolio, monitoring, investment portfolio control, management system.*

Постановка проблеми. Досі залишаються недостатньо проробленими аспекти прийняття якісних управлінських рішень щодо інвестування коштів та оптимізації інвестиційного портфелю. Зокрема, з питання формування комплексної, адекватної та загальноприйнятної системи оцінювання інвестиційного портфелю суб'єктів господарювання. Також важливою лишається проблематика та складність оцінювання ефективності інвестиційного портфелю в сучасних умовах господарювання.

У сучасних умовах господарювання власники капіталу здобувають багатоваріантні перспективи вкладення вільних коштів. Взаємне узгодження інтересів власника капіталу і його споживача потребує використання спеціальних характеристик, які дозволяють сформувавши уявлення про ефективність вкладених фінансових ресурсів та сформованого інвестиційного портфелю. У країнах з розвинутою ринковою економікою ця характеристика представлена у вигляді комплексу показників інвестиційного портфелю підприємства. Актуальними лишаються питання ефективного управління інвестиційним портфелем.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у дослідження основних аспектів формування інвестиційного портфелю

підприємства зробили такі вітчизняні і зарубіжні науковці: І. Бланк, І.Боярко, В. Бочаров [2],М. Войнаренко [3], М. Денисенко [4], М. Кангро [5], М. Лозюк [6], Р. Лупак [7], Л. Ляхович [8], І. Мойсеєнко [9-10], Л. Саталкіна [11-13]. У наукових працях цих авторів наведено погляди на трактування поняття інвестиційного портфеля підприємства, досліджено проблеми його формування, розглянуто принципи управління інвестиційними портфелями тощо.

Формулювання цілей статті. Мета дослідження полягає у подальшому розвитку теоретичних положень та удосконаленні методичних і практичних рекомендацій щодо оцінки інвестиційного портфелю підприємства та управління ним.

Відповідно до мети окреслено та виконано такі **завдання**: визначено сутність, особливості та класифікацію інвестиційних портфелів підприємства; визначено роль контролю та моніторингу в управлінні інвестиційним портфелем; визначено проблеми здійснення управління інвестиційним портфелем та внесено пропозиції щодо оптимізації інвестиційного портфелю підприємства.

Викладення основного матеріалу. Купуючи акції компаній чи інші цінні папери, інвестор завжди ризикує не отримати очікуваний дохід, а іноді і весь вкладений капітал. Інвестиційні ризики великі якщо інвестор купує акції однієї або двох компаній, оскільки ринок цінних паперів відображає реальні процеси виробництва і збуту продукції цих компаній, на які впливають безліч чинників, негативних або позитивних. Інвестор може не встигнути продати акції за вигідною ціною в разі впливу негативних факторів на бізнес компаній, акції яких він придбав. Він про них може і не знати, а дізнатися тільки після їх падіння в ціні.

Для зниження ризиків, інвестор формує інвестиційний портфель, в якому розміщуються акції різноманітних компаній з різним ступенем ризику і різним рівнем прибутковості. Поняття інвестиційного портфеля

пов'язане з уявленням про звичайні портфелі, набитим паперами (акціями) різних компаній.

Під інвестиційним портфелем розуміють сукупність інструментів, відібраних для вкладення коштів відповідно до стратегічних настанов інвестора.

У визначенні В. Бочарова інвестиційний портфель характеризується як сукупність фінансових та реальних інвестицій [2]. Таке трактування акцентує увагу на виокремленні двох напрямів інвестування, проте є досить узагальненим. Важливість виокремлення двох напрямків інвестування в контексті визначення інвестиційного портфеля обумовлена їх особливостями.

У дослідженнях Мальцевої Ю. Н., Мойсеєнко І. П., Майорової Т. В. [9-10] інвестиційний портфель визначається як сукупність об'єктів інвестування. Такий підхід трактування поняття враховує лише аспект спрямування ресурсів за конкретними об'єктами інвестування. Тобто інвестиційний портфель розглянуто як диверсифіковану сукупність проектів, у які підприємство вкладає інвестиційні ресурси.

Таким чином, ми можемо говорити про те, що у зазначених визначеннях не достатньо висвітлено сутність інвестиційного підприємства з точки зору реальних інвестицій. З одного боку, правдивим є твердження науковців щодо спрямування ресурсів у інвестиційні проекти та твердження щодо визначеної сукупності інвестицій. З іншого боку, зазначені поняття повинні доповнювати одне одного. Тому можемо визначити інвестиційний портфель як сукупність фінансових ресурсів підприємства, які акумулюються підприємством з метою здійснення фінансових чи реальних інвестицій у певні об'єкти інвестування з метою отримання прибутку на умовах визначеної величини дохідності та ризику.

Проте доцільно зазначити, що інвестиційний портфель, як інструмент інвестиційної діяльності підприємства, може

характеризуватися не лише оптимальною структурою об'єктів інвестування, але й оптимальною структурою інвестиційних ресурсів. Таку ідею розділяють також і іноземні науковці, які зазначають, що основними завданнями, які можуть визначати дії інвестора при формуванні інвестиційного портфеля є в першу чергу [3]:

- 1) збереження балансу інвестиційних ресурсів – на основі залучення усіх можливих і доступних форм ресурсів із збереженням фінансової стійкості підприємства;
- 2) формування пріоритетів між потенційними проектами – на основі вибору тих виробничо-господарських проектів, які сприятимуть розвитку підприємства, що може характеризуватися зміною відповідних індикаторів, які характеризують розвиток.

Залежно від мети інвестиційної діяльності можна виділити портфель доходу, портфель росту і портфель мінімізації пов'язаних з інвестуванням ризиків. Портфель росту передбачає орієнтацію інвестора на збільшення його ринкової вартості шляхом включення фінансових інструментів, ринкова ціна яких має тенденцію до постійного (або стабільного) зростання. Зрозуміло, що ризик, пов'язаний з таким портфелем, дуже високий. Портфель мінімізації ризиків формується за рахунок тих фінансових інструментів, які в першу чергу забезпечують надійний інфляційний захист та високу ліквідність при невисокому рівні доходу. Залежно від міри досягнення мети інвестування інвестиційний портфель може бути: збалансований, незбалансований, розбалансований. Залежно від обраної стратегії інвестування інвестиційний портфель може бути агресивним (високоризикованим), зваженим (поміркованим, або середньоризикованим) та консервативним (низькоризикованим) [11-13].

Сутність управління портфелем для інвестора полягає в підтримці його прибутковості на певному рівні. Тут існує два основних підходи [5-7]:

1. Формування високо диверсифікованого портфеля із заданим рівнем співвідношення доходів/ризиків.
2. Формування високоприбуткового портфеля з високим рівнем ризику.

В першому випадку, участь інвестора в управлінні пов'язана з визначенням рівня співвідношення доходів/ризиків через тривалі проміжки часу і проведенням необхідної корекції складу портфеля. Таке управління називають пасивним. Але ця назва не відображає суті управління. Найвідоміший у світі портфельний інвестор Уоррен Баффетт практикує саме цей тип управління інвестиціями і заробляє мільярди доларів. Головне, на його думку, правильно вибрати склад портфельних інвестицій, побачити довготривалу перспективу їх зростання, мати терпіння і чекати, не звертаючи уваги на періодичну нестабільність ринку цінних паперів [2].

У другому випадку, управління портфелем називають активним. Аналіз співвідношення доходи/ризиків проводиться щодня, на підставі проведеного аналізу, відбувається корекція складу цінних паперів, продаж одних і купівля інших. Продаж частини цінних паперів можливий за умови, що вони мають високу ліквідність. При активному підході до управління портфельними інвестиціями досить високий рівень операційних витрат, який знижує ефективність інвестицій, його також враховує портфельний інвестор. Все це вимагає відмінного знання ринку цінних паперів, знання фундаментального і технічного аналізу ринку, одним словом, високого професійного рівня портфельного інвестора [4].

При будь-якому підході до управління інвестиційним портфелем, успіх інвестора залежить від його знання ринку цінних паперів, фундаментальних процесів в економіці не тільки своєї країни, але і всього світу в цілому.

Процес формування інвестиційного портфеля передбачає виконання декількох етапів [7]:

1. Визначення себе як інвестора: консерватор, помірний або агресивний інвестор.
2. Визначення мети інвестування: максимум дохідності, мінімум ризику, швидке зростання капіталу, швидке повернення інвестицій або поєднання цих цілей.
3. Аналіз ринку цінних паперів виходячи з цілей інвестування.
4. Вибір цінних паперів і визначення їх співвідношення для заданого рівня прибутковості і мінімального ступеня ризику.
5. Придбання цінних паперів і початок поточного моніторингу сформованого портфеля.

У період освоєння інвестицій можуть відбутися значні зміни зовнішньому і внутрішньому середовищі реалізації інвестиційного проекту. Тому всі основні його елементи мають ретельно контролюватися з боку керівництва проектом.

Незалежно від стратегії і тактики управління інвестиційним портфелем при його формуванні мають дотримуватися базові принципи фінансового менеджменту [11]:

- 1) інвестиційний портфель має відповідати наявним фінансовим ресурсам підприємства;
 - 2) оперативне управління портфелем цінних паперів має виходити з принципу забезпеченості його керованості;
 - 3) тактичне управління інвестиційним портфелем має здійснюватися з урахування стратегічних цільових орієнтирів інвестиційної політики;
 - 4) здатність зворотної трансформації у готові засоби платежу.
- Відповідно до зазначеного принципу забезпечення керованості фінансових інвестицій підприємства можуть використовувати самостійне або трастове (довірче) управління портфелем цінних паперів.

Як вважає Л. Саталкіна [11-12], система контролю за інвестиційним проектом має включаючи в себе: зміст інформації, що аналізується; структуру звітів та відповідальність за збір даних; аналіз інформації та прийняття рішень.

Усі ці заходи розробляються до реалізації проекту за участю всіх зацікавлених сторін. Науковець виділяє такі основні принципи ефективної системи контролю в процесі реалізації інвестиційного проекту [13]:

- 1) наявність чітких планів;
- 2) наявність реальної системи звітності;
- 3) наявність ефективної системи аналізу фактичних показників та тенденції;
- 4) наявність ефективної системи реагування [13].

Мойсеєнко І.П. зазначає, що формування інвестиційного портфеля підприємства здійснюється на підставі інвестиційної стратегії, яка визначає основні напрямки інвестування. Також, на думку Мойсеєнко І.П., при формуванні інвестиційного портфеля доцільно враховувати такі фактори: тип діяльності інвестора, стадії життєвого циклу виробництва, вид інвестиційної стратегії підприємства, а також фактори макросередовища [10].

Досить важливим етапом у використанні інвестиційного портфелю є оцінка його ефективності, що характеризувати ефективність діяльності підприємства в цілому та використання ним інвестованих у розвиток ресурсів. З точки зору управління визначення ефективності компанії є ключовим питанням: від відповіді на нього залежать матеріальні вигоди власників, бонуси керівної ланки, визначення стратегії компанії і багато інших питань.

Використання простих бухгалтерських показників для оцінки ефективності інвестиційним портфелем та управління ним не дозволяє зробити це адекватно, оскільки природа розрахунку часто не відображає їх

справедливу оцінку. Альтернативні підходи були засновані на моделях дисконтування грошових потоків (DCF) або внутрішньої норми прибутковості (IRR). Але при таких підходах значна частина вартості компанії пов'язана з пост прогнозним періодом. На практиці його визначення пов'язане зі значними труднощами в прогнозуванні. На нашу думку, одним з ефективних показників є показник економічного прибутку EVA, який дає наочне уявлення, що принесла компанія своїм інвесторам за минулий період.

Економічна додана вартість (EVA) – це показник економічного прибутку. Вона розраховується як різниця між чистим операційним прибутком після вирахування податків (NOPAT) і плати за весь інвестований в компанію капітал з урахуванням спеціальних поправок до прибутку і капіталу, так званих еквівалентів власного капіталу в концепції EVA [14]:

$$EVA = NOPAT_{ee} - WACC \times CE_{ee} \quad (1)$$

$$EVA = (ROTC - WACC) \times CE_{ee} \quad (2)$$

$$ROTC = \frac{NOPAT}{TOTAL_CAPITAL} \quad (3)$$

де NOPAT (Net operating profit after tax) – операційний прибуток після сплати податку на прибуток; $NOPAT_{ee}$ – післяподатковий операційний прибуток, скоригований; WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважені витрати на капітал; CE_{ee} (Capital Employed) – сума інвестованого капіталу, скоригована; ROTC (return on total capital) – прибутковість інвестованого капіталу.

Одне з ключових відмінностей EVA від інших показників ефективності, таких як чистий прибуток на акцію (EPS), прибуток до сплати податків, відсотків, зносу і амортизації (EBITDA) і прибуток на інвестований капітал (ROTC), полягає в тому, що вона враховує всі витрати на ведення бізнесу: фактичні (явні) і альтернативні (неявні) витрати. Таким чином, вона дозволяє інвесторам порівняти прибутковість,

принесену капіталом компанії, з альтернативними витратами вкладення своїх коштів. Облік всіх витрат дає можливість коректно оцінити фундаментальну вартість компанії, зростання якої і є підсумковою метою будь-якої корпоративної стратегії [14].

Крім того, для розрахунку EVA вихідні бухгалтерські дані беруться скоригованими. Ці коригування мають на меті відобразити дійсні обсяги ресурсів і стратегічну спрямованість їх використання з урахуванням галузевих особливостей і тим самим усунути недоліки стандартів бухгалтерського обліку.

Проте ряд вельми авторитетних досліджень, проведених компаніями McKinsey&Co, KPMG, BCG, Merrill Lynch, Stern Stewart&Co (самими ж авторами EVA), демонструють закономірність, відповідно до якої зростання показника EVA не має тісного зв'язку з вартістю бізнесу. Часто при підвищенні EVA акції ростуть або дуже низькими темпами, або навіть падають в ціні. Іншими словами, ці дослідження вказують на відсутність тісного зв'язку між зростанням EVA і зростанням вартості компанії. Це означає, що показник EVA, без сумніву, не може використовуватися як єдина основа для ухвалення стратегічних рішень щодо оптимізації господарського портфеля підприємства [14].

На нашу думку, показник EVA також не враховує фінансовий прибуток підприємства, оскільки у формулі (3), за якою розраховується прибутковість інвестованого капіталу, запропоновано використовувати лише операційний прибуток після сплати податку на прибуток. Для оптимізації господарського портфелю потрібно розуміти його структуру, у яку з метою диверсифікації та скорочення ризику, можуть бути включені не лише реальні, а й фінансові інвестиції, інформація про які міститься у звітності кожного підприємства. Тому для удосконалення показника EVA пропонуємо модифікувати формулу (2) розрахунку показника на основі модифікації формули (3):

$$EVA = (ROTC + ROTC(FP) - WACC) \times CE_{ee} \quad (4)$$

$$ROTC(FP) = \frac{NFPAT}{TOTAL_CAPITAL} \quad (5)$$

де $ROTC(FP)$ – прибутковість вкладеного капіталу у фінансові активи підприємства, $NFPAT$ – фінансовий прибуток після сплати податку на прибуток.

Таким чином, запропонований показник оцінки прибутковості врахує структуру господарського портфелю підприємства за різними стратегічними одиницями бізнесу та дозволить використати його, як основу оптимізації господарського портфелю підприємства.

Важливим етапом у системі управління процесом формування інвестиційного портфеля є моніторинг. Моніторинг інвестиційного портфеля – це систематичний процес безперервного контролю, з метою перевірки відповідності результатів формування інвестиційного портфеля плановим показникам.

Моніторинг інвестиційного портфеля характеризується певною системою елементів та логічною послідовністю здійснення. Його доцільно здійснювати на всіх етапах формування інвестиційного портфеля та за всіма складовими його структури, тому під час моніторингу інвестиційного портфеля виділено основні етапи (попередній, поточний та завершальний контроль), які співвідносяться з етапам управління інвестиційним портфелем підприємства.

Висновки. Формування та впровадження інвестиційних портфелів є складним процесом послідовних етапів, які здійснюють підприємства. Для оптимізації такого процесу потрібно налагодити систему управління інвестиційними портфелем підприємства, яка має базуватися на загальних функціях менеджменту. Така система передбачає і об'єднує послідовні етапи та складові, які важливо враховувати під час формування та використання інвестиційних портфелів. Важливо контролювати та здійснювати моніторинг виконання етапів інвестиційного портфелю

підприємства, оцінювати ефективність інвестиційних проектів за допомогою різних методик, що характеризувати рівень розвитку підприємства загалом. Тому подальші дослідження стосуватимуться методів оцінювання інвестиційних портфелів підприємства та визначенні шляхів їх оптимізації.

Література

1. Закон України «Про інвестиційну діяльність» №1560-12 із змінами та доповненнями від 06.11.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>
2. Бочаров В.В. Инвестиции [Текст] – учеб. пособ. / В. В. Бочаров // Питер, 2008. – 176 с.
3. Войнаренко М. П. Управління інвестиційною діяльністю промислових підприємств [Текст] / М.П. Войнаренко, І.Ю. Єпіфанова // монографія. - Вінниця: ВНТУ, 2011. - 188 с.
4. Денисенко М. П. Інвестиційно-інноваційна діяльність: теорія, практика, досвід : монографія / М. П. Денисенко, Л. І. Михайлова, І. М. Грищенко, А. П. Гречан, Є. А. Бельтюков, І. А. Ігнат'єва. - Суми : Унів. кн., 2008. - 1050 с.
5. Кангро М. В. Методы оценки инвестиционных проектов [Текст]: учеб. пособ. / М.В. Кангро. – Ульяновск: УлГТУ, 2011. – 132 с
6. Лозюк В. М. Оптимізація асортиментного портфеля торговельного підприємства [Текст] / В. М. Лозюк // автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук /Віолетта Миколаївна Лозюк. - Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. - Донецьк, 2012. - 21 с.
7. Лупак Р. Л. Концептуальні підходи до портфельного інвестування підприємствами / Р. Л. Лупак, Ю. В. Мігущенко // Науковий вісник

- Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – 2015. – Вип. 15. Ч. 2. – С. 60-62.
8. Ляхович Л.А. Моніторинг інвестиційних проєктів підприємства [Текст] / Л. А. Ляхович // Всеукраїнський науково-виробничий журнал «Інноваційна економіка». – 2012. – № 5'2012[31]. – С. 249–254.
 9. Мойсеєнко І. П. Інвестування. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://westudents.com.ua/glavy/26884-14-sutnst-zavdannyanvestitsynogomenedjmentu.html>
 10. Мойсеєнко І. П. Формування інвестиційного портфеля підприємства в ринкових умовах [Текст] / І. П. Мойсеєнко // Вісник Національного університету «Львівська політехніка»: «Проблеми економіки та управління». – 2003. – № 484. – С. 133–138.
 11. Саталкіна Л. А. Реальные инвестиции в составе инвестиционного портфеля предприятия / А. С. Скибинский, Л. А. Саталкіна // Общество и экономическая мысль в XXI в.: пути развития и инновации : материалы междунар. научн.-практ. конф., 25-27 апреля 2013 р., Воронеж, Россия / Воронежский филиал РГТЭУ – Воронеж: Издательско-полиграфический центр «Научная книга», 2013. - Ч. 1. – С.176-180.
 12. Саталкіна Л. О. Джерела фінансування інвестиційного портфеля підприємства / Л. О. Саталкіна // Науковий журнал «Економіка: реалії часу». – Одеса: Одеський національний політехнічний університет, 2013. – №2 (7). – С. 181-186.
 13. Саталкіна Л. О. Елементи системи формування інвестиційного портфеля підприємства / О. С. Скибінський, Л. О. Саталкіна // Економіка підприємства: сучасні проблеми теорії та практики: 178 матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф., 26–27 вересня 2013 р., Одеса, Україна / Одеський національний економічний університет. – Одеса: Атлант, 2013. – С. 95-97.

- 14.Свідерська І. М. Економічна додана вартість: теоретичні аспекти обрахунку та використання показника / І. М. Свідерська // Економіка та держава. – 2013. – Випуск № 11. – с. 52-54.
- 15.James B. Bexley Banking trends in the investment portfolio / James B. Bexley // Journal of Finance and Accountancy – 2014. - Volume 17.