

ОЦІНКА ДОХОДНОСТІ ТА РИЗИКІВ ПОРТФЕЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ ЗА УМОВ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

У статті висвітлено авторський погляд щодо питання оцінки доходності та ризиків портфельного інвестування за умов невизначеності. Проаналізовано сучасні процеси зростання невизначеності при формуванні інвестиційного портфелю з урахуванням світової економічної кризи і системних причин.

Ключові слова: інвестиційний портфель підприємства, невизначеність, ризик, доходність, світова економічна криза, венчурні інвестиції.

Статья освещает авторский взгляд на вопрос оценки доходности и рисков портфельного инвестирования в условиях неопределенности. Проанализированы современные процессы роста неопределенности при формировании инвестиционного портфеля с учетом мирового экономического кризиса и системных причин.

Ключевые слова: инвестиционный портфель предприятия, неопределенность, риск, доходность, мировой экономической кризис, венчурные инвестиции.

Article takes up the author's view, on the question of an estimation of profitability and risks on portfolio investments. in the conditions of uncertainty. Analysed, the modern growing processes of uncertainty, in the formation of an investment portfolio, taking into account the world economic crisis and the system reasons.

Keywords: an investment portfolio of the enterprise, uncertainty, risk, profitability, a world economic crisis, venture investments

Проблема та її зв'язок з науковими та практичними завданнями.

За умов невизначеності вирішення проблеми формування ефективного інструментарію, складу та обсягів портфельного інвестування в першу чергу пов'язане з об'єктивною оцінкою доходності та ризиків при виборі об'єктів для інвестування.

На даний момент вплив світової економічної кризи на всі сфери економіки, що відображається на інвестиційній привабливості та доходності об'єктів портфельного інвестування значною мірою окреслив проблематику даної статті: зростання невизначеності за умов світової економічної кризи обумовлює підвищення ризиків при портфельному інвестуванні, що визначає потребу вибору для інвестування об'єктів з більш високою доходністю, з більш привабливим співвідношенням між вартістю придбання та віддачею від подальшої реалізації чи експлуатації даного об'єкту.

Саме з цих позицій оцінка доходності та ризиків портфельного інвестування за умов невизначеності є важливою науковою та практичною задачею, пошук шляхів вирішення якої і є метою наукових досліджень даної статті.

Аналіз досліджень і публікацій.

Між вченими-економістами не припиняються дискусії про природу й сутність економічних криз, їх причини, механізми циклічного руху ринкової економіки, заходи щодо пом'якшення негативного впливу невизначеності на рівні країни та підприємств. На думку сучасних вчених [4, 8, 12], кризи є природною складовою економічного розвитку суспільства. Регулярні,

закономірно повторювані кризи є обов'язковою фазою циклічного розвитку будь-якої системи та характеризуються зростанням ступеню невизначеності, підвищенням ризиків при прийнятті управлінських рішень. Дане явище (економічна криза) по відношенню до підприємства визначається комплексним впливом нестабільного зовнішнього середовища, саме під таким кутом зору досліджується природа управлінської діяльності, в тому числі і управління інвестиціями в роботах сучасних вчених.

Проблематиці управління інвестиціями, оцінки та регулювання впливу зовнішнього середовища на формування інвестиційного портфеля присвячені праці відомих українських вчених таких, як О.М. Алимов, О.І. Амоша, Ю.М. Бажал П.П. Борщевський, С.І. Дорогунцов, О.П. Зайцев, В.І. Кононенко, І.І. Лукінов, А.Ф. Мельник, В.С. Найдюнов, Г.Ф. Смалюк, М.Г. Чумаченко, І.С. Ястремський та інші. Питання формування інвестиційного портфеля підприємства найбільш системно висвітлені у наукових працях російських та іноземних вчених: І.О. Бланка, Т.С. Клебанової, Р. Мертон, П.А. Самуельсона, В.Ф. Шарпа.

Викладення матеріалу та результати.

Логіка розвитку світових кризових процесів іде в напрямку від фінансової кризи до кризи в реальному секторі економіки глобальних масштабів [8]. Все це свідчить про те, що сучасні процеси пов'язані із системними причинами й ведуть до поглиблення системної економічної кризи, що на мікрорівні відзначається на діяльності конкретного підприємства.

Формування обґрунтованих рекомендацій стосовно поведінки підприємства в умовах світової економічної кризи є надзвичайно важливим для розробки й реалізації ефективних антикризових заходів підтримки стабільного функціонування економіки підприємства. Економічна криза – це шлях до оздоровлення економіки, процес санації економічної системи, її очищення від різних явищ, таких, як спекулятивний перегрів, корупція, надмірний монополізм й інших, що стають серйозним гальмом на шляху сталого розвитку підприємств.

Для раціонального управління економікою в умовах світової економічної кризи як на рівні країни, так і на рівні підприємства, застосовується та ж логіка, що використовується для раціонального управління особистою власністю – економічний підхід до концепції стійкого розвитку заснований на теорії максимального потоку сукупного доходу [2], який може бути сформований за умови, принаймні, збереження сукупного капіталу, за допомогою якого і створюється цей дохід.

Проекція розглянутого підходу на проблематику управління інвестиційним портфелем підприємства як на один з найважливіших напрямків управлінської діяльності за умов невизначеності в умовах світової економічної кризи показує, що в перспективі ситуація буде змінюватися відповідно за одним із декількох відмінних один від одного сценаріїв, хоч невідомо, за яким саме. Враховуються перемінні рівні невизначеності

зовнішніх сил, які впливають на розвиток компанії та взаємодії між внутрішніми структурними елементами. Слід відзначити, що рівень непевності може згодом зростати і знижуватися відносно оцінки конкурентного середовища. Тому стратегію треба розглядати як інтегровану сукупність дій, що ведуть до стійкої переваги перед конкурентами.

Деякі компанії вважають, що спроможні справляти настільки сильний вплив на діловий світ, що їм ні до чого ретельний аналіз поточного оточення. Така впевненість може ґрунтуватися на незмінній перевазі перед конкурентами. Проте як би там не було, все залежить від спроможності компанії змінювати зовнішні умови, що в умовах світової економічної кризи досить проблематично. Наприклад, при наявності вкрай нестабільних зовнішніх умов багато компаній підстраховуються і не бажають зв'язувати себе зобов'язаннями, проте така позиція не завжди доцільна. З трьох можливих стратегічних варіантів вона припускає найвищу винагороду, але і найвищий ступінь ризику. От чому, якщо компанія хоче створити додаткову вартість, їй слід об'єднати глибоке розуміння і передбачення зі структурними перевагами або передовими методами роботи [11].

Світова економічна криза – сприятливий час для формування інвестиційного портфеля підприємства за рахунок придбання здешевілих під впливом кризи активів. Почасти це обумовлено тим, що сьогодні такі вкладення є дуже коштовним джерелом дефіцитного капіталу, оскільки інші практично недоступні. Здатність ретельно аналізувати бізнес компанії, бачити її перспективи дає їм шанс, скориставшись фінансовими труднощами підприємства, придбати цінні активи за заниженою ціною.

За умов невизначеності, спричиненої дією світової економічної кризи відбулася корекція у принципах відбору об'єктів для інвестування, характері активів, зокрема для умов України.

З огляду на підвищення ризикованості інвестування, що викликає потребу в пошуку об'єктів, що потенційно є більш доходними, цікавими за умов світової економічної кризи є активи зі стабільною операційною діяльністю, які не можуть успішно розвиватися через високе боргове навантаження, але принесуть надалі значний прибуток при їх реалізації. Умови невизначеності орієнтують при формуванні портфелю інвестицій на придбання стійких компаній зі значними знижками до їхньої справедливої вартості, що є практично безпрограшним способом отримання надприбутків. Але є й інший аспект, що характеризує умови невизначеності, спричинені сучасною світовою економічною кризою – через небажання власників дешево продавати донедавна цілком успішні підприємства, привабливих активів для продажу виявилось не дуже багато.

Криза загострила проблему дефіциту довгострокового капіталу для бізнесу, особливо для малих компаній. Багато підприємців усе більше усвідомлюють, що без його надійного джерела їхня фірма не зможе розвиватися настільки швидко і якісно, щоб залишатися успішною й конкурентоздатною в довгостроковій перспективі. Саме тому актуальним в

умовах кризи стає придбання таких ефективних активів, що потребують інвестування та після виходу з кризи здатні суттєво збільшити свою вартість.

Невизначеність за умов світової економічної кризи можна проаналізувати шляхом аналізу чотирьох груп факторів (табл.1).

Таблиця 1

Характеристика факторів, що характеризують невизначеність при портфельному інвестуванні за умов світової економічної кризи

Група факторів	Ризики, пов'язані з впливом фактору	Характеристика факторів
економічні	характеризують рівень економічних ризиків	відображають динаміку ВВП, безробіття, структурні перебудови, ризики зміни вартості енергоносії, зміну сукупного доходу на душу населення тощо
фінансово-кредитної сфери	характеризують рівень фінансових ризиків	відображають рівень інфляції, грошово-кредитної політики в державі, розвиток ринку цінних паперів, державний бюджет, динаміка валютних курсів щодо національної грошової одиниці і т. ін.
соціально-політичні	характеризують ступінь політичних ризиків	відображають негативний вплив урядових структур, профспілок на діяльність підприємств та економіки країни в цілому
правові	характеризують ступінь ризиків інституційного середовища	відображають проблеми та тенденції у нормативно-законодавчій базі, ймовірність втрати з цих причин капіталу

Розглядаючи ризики портфельного інвестування як ймовірність ненастання очікуваного результату (отримання доходності) можна говорити про те, що чим більше невизначеність середовища, тим більше ймовірність того, що очікуваний результат не наступить.

Для оцінки ефективності портфельного інвестування необхідно знати поточний ризик та потенційний дохід від здійснення інвестування, для того,

щоб отримати максимум доходності при мінімумі ризику, за Марковицем [13], інвестиції повинні перебувати на межі ефективності. Згідно теорії Марковиця, інвестиції повинні перебувати саме на стику області із заниженою прибутковістю й неможливої області із заниженим ризиком.

Очікувана прибутковість портфеля визначається як сума очікуваних доходностей окремих активів:

$$R_{\text{Port}} = \sum_{k=1}^M W_k R_k,$$

де R – return (прибутковість);

W – weight (вага);

P – probability (імовірність);

W_k – вага активу k у портфелі, що містить M активів.

Очікувана прибутковість активу k :

$$R_k = \sum_{j=1}^N P_j R_{kj},$$

де P_j – імовірність того, що прибутковість активу k складе R_{kj} (сума імовірностей дорівнює одиниці), підсумовування ведеться за всіма N можливими сценаріями. R_k (очікувана прибутковість) у подальших формулах використовується як середня величина.

Очікувана дисперсія, або квадрат стандартного відхилення прибутковості активу k :

$$\sigma_k^2 = [\sum_{j=1}^N P_j * (R_{kj} - R_k)^2]$$

Тоді дисперсія, або квадрат стандартного відхилення прибутковості портфеля, як було показано Марковицем, обчислюється за формулою:

$$\sigma_{\text{Port}}^2 = \sum_{k=1}^M W_k^2 \sigma_k^2 + \sum_{k=1}^M \sum_{i=1}^M W^k W_i \text{COV}_{ik},$$

де очікувана коваріація

$$\text{COV}_{ik} = [\sum_{j=1}^N P_j * (R_{kj} - R_k) * (R_{ij} - R_i)] = r_{ik} \sigma_i \sigma_k,$$

де r_{ik} – коефіцієнт кореляції.

Умови формування ефективного інвестиційного портфелю за невизначеності, якою характеризується період впливу кризових процесів світової економічної кризи визначаються тим, що всі активи, що є присутніми на ринку, і всі їх можливі комбінації, тобто всі доступні комбінації формування інвестиційних портфелів, на площині «прибутковість – ризик» відображають деяку множину, подібну до зображеної на рис. 1. Крива, що її обгинає, називається ефективною межею інвестування [7].



Рис. 1 Ефективна межа, що огинає множину ризикованих портфельів

Апріорі позитивний вплив диверсифікованості інвестиційних портфельів дає змогу визначити точки на ефективній межі не як індивідуальні активи, а як портфелі. Об'єднання в портфель кожної пари активів веде до того, що лінія на площині «прибутковість – ризик», що відповідає різним співвідношенням ваг, буде проходити лівіше й вище прямої, що з'єднують відповідні крапки, при об'єднанні пар таких портфельів у новий портфель – ще більш лівіше й вище, і т.д., а ефективна межа буде обгинати множини всіх таких ліній.

Підвищення прибутковості, що тягне за собою підвищення ризику тільки при русі уздовж ефективної межі, якщо інвестиційний портфель лежить нижче ефективної межі, то за рахунок додаткової диверсифікованості можна підвищити його прибутковість, не підвищуючи ризиків. Кожна точка ефективної межі відповідають ефективному портфелю. Портфель є ефективним, якщо ніякий інший портфель не забезпечує більш високу очікувану прибутковість при тому ж рівні очікуваного ризику, або більш низький ризик при тому ж рівні прибутковості [14].

Вибираючи з безлічі портфельів, інвестор намагається обирати ефективний портфель, проте сутність ефективності портфелю в умовах невизначеності для різних інвесторів (категорій інвесторів) різне, що

пояснюється в першу чергу схильністю інвестора до ризику. Схильність до ризику прийнято характеризувати так званою «функцією корисності», що ґрунтується на припущенні, підтвердженому емпіричними дослідженнями, що з ростом ризику інвестор вимагає все більшого й більшого зростання прибутковості. На площині «прибутковість-ризик» функція корисності кожного інвестора відображається сімейством кривих другого порядку, а «корисність» збільшується при зсуві кривих нагору.

В ефективній межі по мірі збільшення ризику нахил зменшується – відбувається насичення, це пояснюється тим, що ризикованість активу здатна зростати нескінченно (оскільки зазвичай інвестори уникають ризику, такі активи завжди найдуться), проте за високою прибутковістю інвестори полюють, і активи з аномально високою прибутковістю до ринку просто не доходять [5].

З огляду на порушену проблематику відношення компаній-інвесторів до ступеню ризику в умовах невизначеності з метою отримання додаткових прибутків автор даної статті вважає доцільним проаналізувати особливості формування інвестиційних портфелів в умовах світової економічної кризи з венчурних інвестицій. За міжнародною практикою, венчурні інвестиції, які здійснюють частіше за все так звані венчурні підприємства, або ризик-фірми, звичайно являють собою проекти, пов'язані з підвищеним ризиком, із погляду ймовірності його успішного завершення. Загальна невизначеність умов світової кризи суттєво підвищує ризику усієї інвестиційної діяльності, в той же час це створює передумови для отримання надприбутків при виборі об'єктів інвестування за наявності:

- а) достатніх знань про динаміку розвитку кризових процесів;
- б) достатніх засобів для підтримання ризикового проекту до моменту початку отримання прибутку від його реалізації чи продажу після завершення кризи.

З цих позицій актуальним в умовах кризи є формування інвестиційного портфеля з венчурних інвестицій, через те, що у період невизначеності для цього з'являються нові можливості:

1. Не будуть створюватися нові фонди, отже, суттєво знизиться конкуренція на ринку інвестицій та знизиться вартість потенційно прибуткових венчурних об'єктів.
2. Сильно здешевілі венчурні активи, венчурний капітал залишається фактично єдиною можливістю для фінансування. При цьому, вектор переваг венчурних інвесторів змінюється з інтернет-проектів на починаючі компанії, що пропонують цікаві рішення в сфері послуг консалтингу, сервісних послуг, логістики і товарного ринку.
3. Венчурні інвестиції особливо привабливі через те, що їх ризиковість с часом, як показала практика, суттєво зменшується, і зрештою вони стають звичайними (за ступенем ризику) об'єктами для інвестування, тому особливо актуальним для зростання доходності інвестиційного портфелю здійснювати в умовах невизначеності інвестування саме в венчурні активи, в той же час

якісно аналізуючи всі переваги та ризики, і головне – власні можливості при здійсненні венчурного інвестування.

Висновки

Сучасні процеси зростання невизначеності при формуванні інвестиційного портфелю, як визначено в статті, пов'язані із загальними тенденціями (світова економічна криза) і системними причинами й визначають необхідність якісного дослідження ризиків і доходності кожного потенційного об'єкта інвестування. За цих умов важливою задачею є обрання перспективних напрямків інвестування з огляду, в першу чергу, на необхідність забезпечення доходності інвестиційного портфелю в цілому

Збереження сукупного капіталу є основною метою діяльності підприємств в умовах кризи, а ефективним інструментом реалізації даної мети є формування інвестиційного портфелю за рахунок активів, які забезпечать акумуляцію, збереження наявних ресурсів і потенційно є засобом для отримання прибутку надалі, при зниженні ступеня невизначеності. Здатність ретельно аналізувати бізнес потенційного об'єкта інвестування, бачити його перспективи дає шанс, скориставшись фінансовими труднощами підприємства-власника активів в умовах світової економічної кризи, придбати цінні активи за заниженою ціною.

В роботі відзначено, що в умовах невизначеності відбулася корекція у принципах відбору об'єктів для інвестування, характері активів, проаналізовано зміну характеру активів, що є інвестиційно привабливими для формування інвестиційного портфелю. Визначено, що цікавими за умов світової економічної кризи є активи зі стабільною операційною діяльністю, які не можуть успішно розвиватися через високе боргове навантаження. Також в статті проаналізовано переваги та доведено актуальність в умовах кризи формування інвестиційного портфелю з венчурних інвестицій.

Список використаних джерел

- 1.Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП "ИТЕМ" ЛТД, "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995. – 448 с.
- 2.Бобылев С. Н., Гирусов Э. В., Перелет Р. А. Экономика устойчивого развития. Учебное пособие. Изд-во Ступени, Москва, 2004. – 303 с.
- 3.Вовчак О.Д. Инвестування. – Львів «Новий Світ – 2000», 2007. – 544 с.
- 4.Делягин М.Г. Мировой кризис. Общая теория глобализации: Курс лекций. – М.: Институт проблем глобализации (ИПРОГ), 2003. – 768 с.
- 5.Жуков В.В. Напрямки удосконалення механізму управління портфелем інвестицій // Комунальное хозяйство городов. - Научно-Технический сборник. - № 77. – С. 88-92.
- 6.Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М: Финансы и статистика, 1997. – 512 с.
- 7.Липсиц И.В. Экономический анализ реальных инвестиций: учеб. пособие. - М.: Экономистъ, 2004. – 347 с.
- 8.Мазуренко В.І. Типи сучасних фінансових криз // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2004. – Вип. 29–30. – С. 15-25.
- 9.Нікбахт Е., Гропеллі А. Фінанси: Пер. с англ. - К.: Основи, 1992. – 310 с.

10. Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002.– 472с.
11. Полозова В.М. Особливості управління портфелем фінансових інвестицій підприємства // Вісник Хмельницького Національного університету. – 2009. - № 4. – Т.2. – С.– 114-116.
12. Проблемы предупреждения кризисов на финансовом рынке / В.В. Ковалев. Под ред. д-ра экон. наук, проф. Л.Г. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2008. – 251 с.
13. Шведов.А.С. Теория эффективных портфелей ценных бумаг. - М., Изд-во ГУ ВШЭ, 1999. – 342 с.
14. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск.-М., Инфра-М,- 1994.– 245 с.