

## ОСОБЛИВОСТІ ВИБОРУ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ФОНДАМИ ОБ'ЄКТІВ РОЗМІЩЕННЯ КАПІТАЛУ

*Охарактеризовано сутність діяльності інвестиційних фондів та досліджено процес управління їх інвестиційним портфелем. Розглянуто особливості фундаментального та технічного аналізу оцінки вартості цінних паперів. Виділено комплекс актуальних пропозицій щодо вибору об'єктів інвестування інвестиційними фондами в залежності від їх типу та ознак з метою забезпечення раціонального розміщення капіталу.*

*Ключові слова: інвестиційний фонд, управління активами, інвестиційний об'єкт, оцінка вартості, цінні папери.*

*Essence of activity of investment funds and investigational process of management of them is described by an investment brief-case. The features of fundamental and technical analysis of estimation of cost of securities are considered. The complex of actual suggestions is selected in relation to the choice of objects of investing depending on their of type and signs with the purpose of providing of rational allocation of capital by investment funds.*

*Key words: investment fund, management of assets, investment object, estimation of cost, securities.*

*Постановка проблеми.* За останні роки спостерігається істотне зростання активів інвестиційних фондів, що зумовлює підвищення їх ролі в інвестиційних процесах. У зв'язку із збільшенням масштабів діяльності інвестиційних фондів виникає потреба ефективного розміщення акумульованих фінансових ресурсів. В умовах постійної зміни тенденцій на фінансовому ринку та відсутності стабільності в економіці необхідно постійно переглядати розміщення фінансових ресурсів. Забезпечити раціональне розміщення фінансових ресурсів можна лише при розробленні досконалих методів та принципів інвестування.

*Аналіз основних досліджень та публікацій.* Найбільш вагомими дослідженнями цього питання є праці таких вчених, як Джусов А., Ложкин О., Никифорова В., Сачин Д. Проте вивчення питання розміщення фінансових ресурсів та принципів вибору об'єктів для капіталовкладення розглядається лише як комплексний процес із загальними ознаками для усієї сукупності суб'єктів фінансового посередництва. Серед українських вчених дослідження діяльності інвестиційних фондів здійснено лише поверхнево, без характеристики безпосередньо процесу вибору об'єктів розміщення акумульованого капіталу. Так, вітчизняний науковець Опанасова Г.В., котра із небагатьох займається вивченням цього питання, у своїх роботах, присвячених інвестиційній діяльності інститутів спільного інвестування (до яких передусім належать вітчизняні інвестиційні фонди), акцентує увагу лише на сутності цього процесу та виділяє загальні його ознаки [7]. У зв'язку з цим залишається практично не вивченим питання безпосередньо вибору об'єктів розміщення капіталу інвестиційних фондів, що лежить в основі їх діяльності. З поміж вітчизняних науковців ґрунтовні дослідження діяльності інститутів спільного інвестування в Україні також здійснює Циганюк Д.Л., котрий характеризує особливості формування їх портфеля цінних паперів [11]. Незважаючи на глибокий аналіз цієї тематики, науковець у своїх роботах не виділяє принципів і недостатньо характеризує підходи до визначення безпосередньо об'єктів розміщення капіталу саме вітчизняними інвестиційними фондами. В зв'язку з браком детального вивчення процесу вибору об'єктів для капіталовкладення вітчизняними інвестиційними фондами у науковій літературі виникає необхідність проведення дослідження в цій тематиці.

*Метою наукового дослідження* є розробка комплексу заходів раціонального вибору об'єктів розміщення капіталу інвестиційними фондами в сучасних умовах.

*Виклад основного матеріалу.* Діяльність інвестиційного фонду передбачає збереження приросту фінансових ресурсів. Вирішити це завдання можна лише за умови ефективної інвестиційної діяльності фонду, що має передбачати формування досконалого інвестиційного портфелю фінансових активів.

При управлінні портфелем фінансових активів інвестиційного фонду необхідним є вирішення комплексу завдань. Передусім, формування інвестиційного портфеля має здійснюватися на основі цінних паперів, з найбільшим потенціалом зростання вартості. Важливим, при цьому, є поділ інвестиційного портфеля на класи цінних паперів, що передбачатиме використання різних підходів управління активами. Необхідним також є забезпечення на відповідному рівні визначених показників ліквідності активів на основі встановлених нормативів регулятора та плану включення і вилучення конкретних активів у інвестиційному портфелі фонду.

Реалізувати визначені завдання, що лежать в основі управління активами інвестиційного фонду, можна лише при розробленні досконалих принципів та методів інвестиційної діяльності фонду. По суті, існує два концептуальних підходи забезпечення інвестиційної діяльності фондів: фундаментальний та технічний аналіз [10, с. 7–12].

Загалом, до фундаментального аналізу інвестування належить комплекс економічних та неекономічних чинників, що здійснюють вплив на зміну ціни об'єкта інвестування. Використання фундаментального аналізу передбачає визначення так званої «справедливої» вартості об'єктів інвестування, зокрема акцій, що купуються фондом.

Відповідно до цього в основі фундаментального аналізу повинні лежати фінансові показники підприємства, що емітує цінні папери, зокрема це фінансові потоки, дивідендні виплати, доходи, витрати та інше. Визначену справедливу вартість цінного паперу, що розрахована на основі здійсненого фундаментального аналізу, необхідно порівнювати з його ціною на фондовому ринку.

Включення цінного паперу в інвестиційний портфель є доцільним лише у тому випадку, коли він буде охарактеризований як «недооцінений» ринком, зокрема придбання акції інвестиційним фондом треба здійснювати за умови, якщо розрахована її справедлива вартість буде вищою ніж ринкова, тобто лише за умови перспектив росту.

Протилежною ситуацією є переоцінення цінного паперу ринком, тобто його визначена справедлива ціна є нижчою ніж ринкова. За даних умов не буде ефективним придбання даного цінного паперу, а у випадку його наявності в інвестиційному портфелі необхідно його реалізувати [4].

Окрім загальних підходів формування портфеля активів фундаментальний аналіз також використовується щодо визначення очікуваного потенціалу росту вартості як конкретного цінного паперу, так загалом і всього інвестиційного портфеля. Визначення потенціалу росту цінних паперів у інвестиційному портфелі дає змогу оцінити прогнозу вартість зростання паю інвестора та його інвестиційний прибуток. Фундаментальний аналіз, що використовується в процесі вибору об'єктів для інвестування та розміщення фінансових ресурсів інвестиційним фондом, треба характеризувати як комплексну систему рішень, що приймаються на основі визначених принципів [6, с.10–12].

Процес фундаментального аналізу, що використовується інвестиційними фондами при розміщенні капіталу, а саме включенні цінних паперів у інвестиційний портфель, доцільно відобразити як комплекс наступних етапів:

1. Проведення аналізу фундаментальних чинників (розрахунок недооціненості та надійності цінних паперів).

2. Оцінка ринкових факторів (розрахунок показників ліквідності цінних паперів та аналіз динаміки зміни їх ринкової ціни).

3. Визначення очікуваної вартості цінних паперів на основі інформаційної відкритості та популярності емітента.

4. Дослідження впливу суб'єктивних факторів на зміну вартості цінного паперу, що, передусім, зводиться до експертних прогнозів, думок та новин щодо конкретного емітента, відповідної галузі та інше.

Результати проведеного фундаментального аналізу служать основою не лише при виборі конкретних цінних паперів, але й безпосередньо відображаються на термінах та обсягах інвестування, що дає змогу розрахувати планові показники ефективності роботи інвестиційного фонду. Фундаментальний аналіз дозволяє визначити основні показники, що беруться до уваги інвесторами, зокрема це доходність, ліквідність, термін інвестування та інформаційна прозорість інвестиційного фонду [9].

При проведенні фундаментального аналізу в процесі вибору об'єктів капіталовкладення інвестиційними фондами необхідним є використання двох найбільш загальних методів, таких як «порівняльний аналіз» та обчислення показника «справедливої вартості» на основі дисконтування грошових потоків.

Ключовим завданням «порівняльного аналізу» має бути визначення найбільш прийнятних цінних паперів, тих що емітовані компаніями, які мають виражені перспективи росту вартості з поміж інших у галузі. Вирішити завдання щодо раціонального вибору цінних паперів для інвестування можна лише при використанні комплексу відповідних коефіцієнтів, що характеризують економічну ефективність діяльності компанії. Найбільш поширеними коефіцієнтами порівняльного аналізу компаній є і:

- коефіцієнт P/S (відношення капіталізації компанії до доходу);
- коефіцієнт P/E (відношення капіталізації компанії до прибутку);
- коефіцієнт P/BV (відношення капіталізації компанії до вартості чистих активів);
- EV/EBITDA (відношення вартості компанії до доходу перед виплатою процентів, податків та амортизації [3]).

При здійсненні порівняння компаній однієї галузі із близькими за значенням показниками прибутковості, перспективнішою для інвестування є та компанія, у якої показник капіталізації є нижчим. Відповідно до цього раціональним вибором буде придбання тих цінних паперів, що емітовані компаніями, у яких коефіцієнти P/S, P/E, P/BV є нижчими.

Використання методу *дисконтування грошових потоків* компанії, на відміну від методу «справедливої вартості» фундаментального аналізу, є більш трудомістким процесом. Дисконтування грошових потоків компанії має передбачати відповідність вартості інвестицій в цінні папери компанії теперішній вартості майбутніх грошових потоків, що генеруються даними цінними паперами на протязі терміну інвестування. Відповідно до цього основним завданням даного методу є побудова моделі грошових потоків, що слугує основою для розрахунку так званої «справедливої» вартості компанії та емітованих нею цінних паперів. Реалізація цього методу оцінки вартості акцій вимагає збір основних фінансових показників компанії для здійснення прогнозу доходу, прибутку, основних

витрат та амортизації на планові 5, або 10 років. Розрахувавши дані показники, треба обчислити прогнозне значення вільного грошового потоку щорічно на кожен із 5–10 планових років. Вільний грошовий потік планового року досліджуваної компанії необхідно розраховувати як суму чистого прибутку та амортизації з відрахуванням капітальних витрат у плановому періоді. Наступним етапом, після визначення прогнозного значення величини вільного грошового потоку досліджуваної компанії, є визначення відсоткової ставки (ставки дисконтування), що буде використана для приведення розрахованих вільних грошових потоків, отриманих компанією у відповідному плановому періоді до теперішньої вартості [3].

Визначення процентної ставки для дисконтування майбутніх грошових потоків компанії, вартість цінних паперів якої оцінюється, має передбачати врахування сукупності фінансових чинників, що постійно змінюються відповідно до економічної кон'юнктури. До цих чинників треба віднести: рівень процентних ставок та інфляції, очікуваний прибуток на акцію, дивідендні виплати, відношення активів і зобов'язань компанії та інше.

В залежності від економічної ситуації в державі, враховуючи важливість зазначених чинників та планових фінансових показників, ставку дисконтування грошових потоків розраховують на рівні 10–15%, що часто збігається із показником інфляції на плановий період, чи банківським відсотком за строковими вкладками. Окрім цього, для здійснення раціональної оцінки вартості цінних паперів необхідно також проводити корегування ставки дисконтування грошових потоків паперів відповідно до зміни кон'юнктури на ринку, конкурентної позиції емітента, зростання зобов'язань та інше. Привівши загальну вартість майбутніх грошових потоків компанії до теперішньої вартості, для визначення справедливої вартості компанії, слід здійснити сумування цього показника із сумою готівкових коштів компанії та відрахувати від даного значення довгострокові зобов'язання.

Задля визначення справедливої вартості цінного паперу необхідно розділити отриманий показник справедливої вартості компанії на кількість цінних паперів, що знаходяться в обороті. Якщо визначена справедлива вартість цінного паперу є нижчою від ринкової, то включення в портфель інвестиційного фонду даного цінного паперу є раціональним рішенням, в протилежному випадку треба вважати, що даний цінний папір є переоцінений ринком та перспективи зростання його вартості немає.

Велике значення при формуванні портфеля активів інвестиційними фондами, окрім використання фундаментального аналізу, також приділяється використанню методів технічного аналізу оцінки вартості цінних паперів. Технічний аналіз оцінки вартості цінних паперів, що виступають об'єктом для розміщення капіталу інвестиційними фондами, зводиться до оцінки графічної інформації, що характеризує зміну вартості цінних паперів, зокрема тенденції зміни курсової вартості акцій. У науковій літературі технічний аналіз описують як сукупність методів прогнозування зміни вартості цінних паперів на основі оцінки тенденцій руху цін, обсягу торгів та інших ринкових показників в минулому. Технічний аналіз передбачає припущення, що зміна вартості цінних паперів в попередньому періоді враховує вплив усіх факторів і є основою для визначення її у майбутньому. Відповідно до технічного аналізу тенденція зміни вартості цінних паперів у попередньому періоді враховує усі фундаментальні фактори, що чинять на неї вплив, як економічні, політичні, так і психологічні.

Розглядаючи можливість придбання інвестиційними фондами конкретних цінних паперів, при використанні фундаментального аналізу, визначальним є припущення, що у випадку зростання попиту над пропозицією, ціна, наприклад акції, зростає, в той же час керуючись технічним аналізом треба зробити протилежний висновок – у випадку зростання ціни акції попит на неї зростає. Згідно з даними узагальненнями, приймаючи рішення щодо формування інвестиційного портфелю, використовуючи технічний аналіз оцінки вартості цінних паперів, не має значення безпосередньо сам інвестиційний об'єкт, а важливим є лише зміна його вартості у попередньому періоді. Саме тому, що прийняття інвестиційних рішень при використанні технічного аналізу базується на графіках зміни вартості об'єктів для інвестування, його також часто називають «графічним» аналізом оцінки вартості [2].

В Україні оцінка активів, що перебувають в портфелі інвестиційного фонду, регулюється положенням ДКЦПФРВ «Про порядок визначення вартості чистих активів ІСІ» [1]. Управління інвестиційним портфелем та використання аналізу оцінки вартості цінних паперів, що до нього включені безпосередньо залежить від їх типу та характеристик [5].

У вітчизняній практиці здійснення оцінки пакету акцій в інвестиційному фонді відбувається на основі їх ринкової вартості, що формується на основі біржового курсу, наприклад, встановленого на «Українській біржі», або «Першій фондовій торговельній системі». У вітчизняному законодавстві відносно типу акцій існують відмінності стосовно оцінки їх вартості. Наприклад, при визначенні вартості акцій враховують чи підприємства, що їх емітували, є прибуткові чи збиткові, чи торгуються вони на відкритому чи закритому ринку та ін. При оцінці пакету акцій, що розміщений у фонді, також треба враховувати, яка саме його частка у статутному фонді підприємства. Адже при оцінці пакету акцій, що складає понад 10% статутного фонду підприємства, також треба враховувати і вартість корпоративних прав, що виникають із його володіння [9]. У фондах акцій основний акцент при їх виборі, окрім зміни їх вартості, також робиться на рівень їх ліквідності. Саме завдяки високому рівню ліквідності акції можна вчасно переглядати структуру інвестиційного портфеля, вилучаючи із нього малоперспективні акції та розміщувати капітал у потенційно прибуткових. Ліквідність інвес-

тиційного портфеля акцій дозволяє з більшою швидкістю реагувати на несприятливі зміни як на корпоративному рівні емітентів, так загалом і в економіці. Окрім ліквідності у формуванні інвестиційного портфеля фонду на основі акцій, важливим є встановлення та дотримання допустимих показників диверсифікації, зокрема встановлення максимальної частки фінансових ресурсів у акціях одного емітента, наприклад на рівні 10–15%.

Оцінка вартості облігацій, що також займають значну частку у активах вітчизняних інвестиційних фондів, відбувається шляхом підсумовування продисконтованої вартості отриманих процентних виплат і продисконтованої вартості платежу за номіналом.

Проблематичним питанням оцінки та вибору облігацій для розміщення фінансових ресурсів, починаючи з 2009 року, є масове явище оголошення дефолтів підприємств за виплатами по облігаціях. Для передбачення таких ризиків суттєвим є опрацювання аналітичної інформації та прогнозів, що надаються інформаційними агентствами, зокрема Інтернет-сайтом новин "Інтерфакс" [9]. Перед вибором облігацій для розміщення в інвестиційному портфелі фонду необхідним є здійснення попереднього їх детального відбору на основі показників доходності та ризику, що вони демонстрували в попередньому періоді. В умовах відсутності економічної стабільності в корпоративному секторі придбання облігацій підприємств вважається більш ризикованим рішенням, ніж розміщення капіталу в державних облігаціях. Поєднання в раціональних пропорціях частки державних облігацій, які менше піддаються ризику, та корпоративних облігацій, що, як правило, є більш прибутковими із дотриманням максимальної частки облігацій одного емітента в інвестиційному портфелі фонду має забезпечити прийнятні показники ефективності його роботи.

У фондах змішаних інвестицій необхідним є здійснення систематичного перегляду структури активів, обираючи в тій чи іншій мірі акції, облігації, чи інші цінні папери відповідно до економічної ситуації, чи змін кон'юнктури на фондовому ринку. Гнучка інвестиційна політика, широка диференціація вкладень, короткотермінові інвестиції мають забезпечити прийнятні інвестиційні надходження та забезпечити допустимий рівень ризику.

*Висновки та пропозиції.* Результати дослідження процесу розміщення вітчизняними інвестиційними фондами акумульованих фінансових ресурсів дають підстави констатувати те, що вибір об'єктів інвестування має здійснюватися на основі комплексного поєднання фундаментального та технічного аналізу оцінки їх вартості. В процесі прийняття рішень щодо розміщення інвестиційного капіталу важливим є врахування не лише корпоративних даних конкретного емітента, а також необхідним є аналіз галузевих показників, даних економічної та політичної ситуації. Побудова досконалого інвестиційного портфеля фінансових активів інвестиційними фондами має здійснюватися при використанні сукупності прийомів та методів, що відрізняються в залежності від ознак об'єктів інвестування та типу фонду. Саме дослідження особливостей використання методів аналізу об'єктів інвестування в залежності від типу інвестиційного фонду та політики його діяльності буде предметом подальших наукових робіт.

### Література

1. Положення «Про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів)» // Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 201 від 2 липня 2002 року.
2. Аналітика от инвестиционной компании "Милком-Инвест" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.milcom.ru/analytics/>.
3. Джусов А.А. Использование финансовых коэффициентов для оценки инвестиционной привлекательности акций / А.А. Джусов // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект. Сборник научных трудов. – 2007. – ЧАСТЬ 4. – С.1410–1415.
4. Ложкин О. Фундаментальные основы анализа инвестиционных денежных потоков [Електронний ресурс] / О. Ложкин – Режим доступу: <http://knol.google.com/k/фундаментальные-основы-анализа-инвестиционных-денежных-потоков#>.
5. Мартюшев С. Количественный анализ доходности ПИФов: пределы и возможности /С.Мартюшев, М.Кононова //Рынок ценных бумаг. – 2006. – №1. – С. 44–48.
6. Никифорова В.Д., Инвестиционный анализ рынка ценных бумаг: Учебное пособие /В.Д. Никифорова, Л.П. Давиденко. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2007. – 127 с.
7. Опанасова Г.В. Особливості інвестиційної діяльності інститутів спільного інвестування на фінансовому ринку України /Г.В. Опанасова // Збірник наукових праць ЧДТУ. – 2009. – Випуск 22. – С. 183–185.
8. Особливості оцінки активів інститутів спільного інвестування за матеріалами компанії ТОВ «Компанія з управління активами та адміністрування пенсійних фондів «Даліс-Фінанс» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [loyds.com.ua/ua/analytics/post/115](http://loyds.com.ua/ua/analytics/post/115).
9. Сачин Д. Управление активами инвестиционных фондов. Основные принципы формирования инвестиционного портфеля / Д.Сачин // Журнал "Рынок Ценных Бумаг". – 2003. – № 7. (238). – С. 50–52.
10. Хаертфельдер М. Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг /М. Хаертфельдер, Е. Лозовская, Е. Хануш. – СПб.: Питер, 2005. – 352 с.
11. Циганюк Д.Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування: автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук: 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит / Д.Л. Циганюк; Академія банківської справи Національного банку України. – Суми: АБС НБУ, 2011. – 22 с.