

Економічні науки. Серія “Регіональна економіка”: зб. наук.праць. – Луцьк, 2010. – Випуск 7 (27) – С. 240-248.

Тамара ГОВОРУШКО,
доктор економічних наук, професор
Стецюк В.М.
кандидат економічних наук, доцент
Національний університет харчових технологій

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ФІНАНСОВОЇ ОЦІНКИ ЯКОСТІ РОЗМІЩЕННЯ КОШТІВ ІНВЕСТИЦІЙНИХ КОМПАНІЙ З ПЕРСПЕКТИВОЮ ПРАКТИЧНОГО ЗАСТОСУВАННЯ В УКРАЇНІ

***Анотація.** Розглянуто основні теоретичні підходи та показники фінансової оцінки якості розміщення коштів інвестиційної компанії. Запропоновано шляхи підвищення якості розміщення коштів інвестиційної компанії на основі запровадження зарубіжного досвіду фінансової оцінки.*

***Ключові слова:** інвестиційна компанія, кошти інвестиційної компанії, інвестиційна діяльність, інвестування, фінансова оцінка якості розміщення коштів*

Тамара ГОВОРУШКО,
доктор экономических наук, профессор
Стецюк В.М.
Кандидат экономических наук, доцент
Национальный университет пищевых технологий

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ ФИНАНСОВОЙ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА РАЗМЕЩЕНИЕ СРЕДСТВ ИНВЕСТИЦИОННЫХ КОМПАНИЙ С ПЕРСПЕКТИВОЙ ПРАКТИЧЕСКОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ В УКРАИНЕ

***Аннотация.** Рассмотрены основные теоретические подходы и показатели финансовой оценки качества размещения средств инвестиционной компании. Предложены пути повышения качества размещения средств инвестиционной компании на основе внедрения зарубежного опыта финансовой оценки.*

***Ключевые слова:** инвестиционная компания, средства инвестиционной компании, инвестиционная деятельность, инвестирование, финансовая оценка качества размещения средств*

*TamaraHOVORUSHKO ,
Doctor of Economics, Professor
Stetsyuk VM
Candidate of Science in Economics
National University of Food Technologies*

**FOREIGN EXPERIENCE FINANCIAL EVALUATION AS
DISTRIBUTION OF FUNDS investment companies with the prospect of
practical application in UKRAINE**

***Abstract.**Themaintheoreticalapproachesandindicatorsforevaluatingthequalityoffinancialallocationoffundsinvestmentcompany. Ways of improving the quality of placements of investment company based on the introduction of foreign experience financial evaluation.*

***Keywords:**investment company, investment company funds, investment, investments, financial placements of rating quality*

Постановка проблеми і аналіз останніх досліджень. Один із найбільш важливих елементів системи пара банків є інвестиційні компанії. У сучасних умовах інвестиційна компанія виступає в ролі інституту, який забезпечує управління інвестиціями багатьох індивідуальних власників капіталу, розміщуючи акумульовані грошові кошти на ринку цінних паперів.

Саме інвестиційна компанія може протиставити пасивній позиції банків щодо реалізації інтересів своїх вкладників активну, пов'язану з ризиком, але водночас і з можливістю помітно примножити свій капітал, що у перспективі може стати серйозним механізмом перерозподілу інвестиційних ресурсів.

Ключовим елементом сприяння сталого розвитку інвестиційних компаній є вирішення проблеми розміщення коштів в інструменти належної якості, що забезпечать не лише задоволення потреб індивідуальних інвесторів, а й належну ефективність функціонування самої компанії та її сталий і прогресивний розвиток. Рішенню цих питань присвячено праці зарубіжних і вітчизняних науковців, а саме: Г. Марковіца, У. Шарпа, С. Розенберга, Л. Дж. Гітмана, В.В. Вітлінського, В.В. Ковальова, Ю.П. Лукашина, О.В. Мертенса, О.Г. Мендрула, О.В. Пешко, Міркіна Я.М. та ін.

Констатуючи наявність різноаспектних сучасних підходів до аналізу та оцінки якості розміщення коштів інвестиційних компаній, слід наголосити, що науковий пошук таких досліджень нерідко носить фрагментарний, а не фундаментальний та комплексний характер. Актуальність подолання зазначених проблем закономірно повертає увагу до необхідності системного

вивчення підходів до фінансової оцінки якості розміщення коштів інвестиційних компаній в науковому і практичному аспектах.

Метою статті є дослідження теоретико-методичних проблемних питань фінансової оцінки якості розміщення коштів інвестиційних компаній. Для досягнення поставленої мети необхідно вирішити ряд завдань, що стосуються визначення основних підходів та показників фінансової оцінки якості розміщення коштів та розробка загальної комплексної схеми прийняття рішення щодо розміщення фінансових ресурсів інвестиційної компанії на сучасному фондовому ринку України.

Викладення основного матеріалу дослідження. Відповідно до вітчизняного законодавства в Україні інвестиційні компанії виступають в ролі торгівців цінними паперами. Вони здійснюють посередницьку діяльність по випуску та обігу цінних паперів, а саме діяльність по випуску цінних паперів, комісійну та комерційну діяльність по цінних паперах. В той час як кошти інвестиційної компанії – це гроші (іноземна валюта), що акумулюються в розпорядження інвестиційної компанії від індивідуальних інвесторів фізичних та юридичних осіб з метою виходу на ринок інвестиційних ресурсів. Інвестиційна компанія як суб'єкт інвестиційної діяльності здійснює розміщення власних, позикових або залучених коштів у реальні або фінансові інвестиції.

Інвестиційну компанію цікавить перш за все фінансова доцільність інвестиційної програми, тому фірма має бути впевнена, що прийняті у ній рішення є найкращими з усіх альтернативних варіантів, оскільки принесуть стійке зростання прибутку, доходу чи дивідендів, винагородить її за ризик та відшкодує інфляційні втрати майбутнього періоду.

Більшість сучасних підходів до фінансової оцінки якості розміщення коштів умовно можна розділити на такі групи:

1. Методи оцінки ефективності розміщення коштів за допомогою співвідношення грошових надходжень (позитивних потоків) з витратами (негативними потоками). Цей підхід на сьогодні є традиційними.
2. Облікові підходи до оцінки результатів діяльності, що здійснюються на основі бухгалтерської звітності. Методи оцінки розміщення коштів за бухгалтерською звітністю частково використовуються у нас, але рентабельність розраховується тільки балансова, за прибутком або приростом прибутку, що надходить як результат від розміщення коштів.
3. Методи оцінки ефективності розміщення коштів, що ґрунтуються на теорії часової вартості грошей.

Основні показники фінансової оцінки якості розміщення коштів за традиційним та обліковим підходом представлено у вигляді таблиці 1.

Таблиця 1. Показники фінансової оцінки якості розміщення коштів за традиційним та обліковим підходом*

Метод	Показник	Формула	Характеристика
Традиційні методи оцінки	а) коефіцієнт ефективності інвестування	$Eg = \sum N / \sum K$	Відношення суми середньорічних грошових надходжень ($\sum N$) до суми інвестованих коштів ($\sum K$). Допустиме значення $Eg \geq 1$
	б) період окупності інвестицій	$PO = \sum K / \sum N$	Час, за який недисконтовані надходження перевищать недисконтовані інвестиції. Тобто це кількість років, необхідних для заміщення стартових витрат. Чим менше значення періоду окупності тим вищий рівень ефективності.
Облікові методи оцінки	а) балансова рентабельність інвестицій	$R_b = Dg / \sum K$	Відношення середньорічного доходу підприємства (Dg) до суми інвестованих коштів ($\sum K$). Визначає рівень доходу на кожну одиницю капіталовкладень.
	б) чиста рентабельність інвестицій	$R_p = (Dg - PP) / \sum K$	Відношення середньорічного доходу підприємства (Dg) за вирахуванням податкових та відсоткових платежів (PP) до суми інвестованих коштів ($\sum K$). Визначають рівень прибутку на кожну одиницю капіталовкладень.

* власна розробка автора

Для інвестиційної компанії як основного посередника фінансового ринку оцінка розміщення коштів у виробництво (реальні інвестиції) практично не відіграє вагомої ролі. Більш важливою і пріоритетною є оцінка якості розміщення коштів на фондовому ринку в цінні папери - фінансові інвестиції.

Якість розміщення коштів у фінансовий актив можна оцінити, визначивши його реальну вартість та дохідність.

Розглянемо підходи до оцінки розміщення коштів у найбільш поширені цінні папери, а саме облігації та акції, враховуючи особливості формування їх грошових потоків.

Показники оцінки якості розміщення коштів у облігації систематизовано та представлено в таблиці 2.

Таблиця 2. Показники оцінки якості розміщення коштів у облігації*

Підхід	Показник	Формула	Характеристика
На основі оцінки реальної вартості облігації	Оцінка якості інвестування у відсоткові облігації	$PV = \sum D_0 / (1+r)^n + \sum N_0 / (1+r)^n$	де D_0 – сума відсотків по облігації за кожен рік, грн; N_0 – номінальна вартість облігації, грн; r – середня ставка доходності на ринку або дисконтна ставка;
	Оцінка якості інвестування у безвідсоткові облігації	$PV = \sum N_0 / (1+r)^n$	n – число періодів, які залишилися до погашення облігації.
На основі оцінки	Купонна доходність (Dk):	$Dk = D * 100\% / N$	де D – річний купонний дохід, грн.; N – номінальна ціна облігації, грн.

дохідності від розміщення коштів у облігації	Поточна доходність (Dp):	$Dp = D * 100\% / PV_0$	де PV_0 – ціна, за якою була придбана облігація інвестором, грн.
	Кінцева доходність (Dk)	$Dk = (D \pm PV/n) * 100\% / PV_0$	де PV – приріст або збиток капіталу, який дорівнює різниці між ціною реалізації (номіналом) та ціною купівлі облігації інвестором, грн.; n – кількість років обігу облігації.
	Доходність (d) облігацій з нульовим купоном	$d = [(PV_1 - PV_0) / PV_0] * 365 * 100\% / t$	де PV_0 – ціна покупки облігацій, у процентах до номіналу, або в грн.; PV_1 – ціна продажу облігацій, у процентах до номіналу, або в грн.; t – кількість днів з дня покупки до продажу облігацій.
	Очікувана прибутковість по облігаціям (R ₀)	$R_0 = 1 / [(PV_0 / N)^{1/n}] - 1$	де PV_0 – ціна покупки облігацій, у процентах до номіналу, або в грн.; N – номінальна ціна облігації, грн.; n – кількість років обігу облігації.

* власна розробка автора

Показники оцінки якості розміщення коштів у акції систематизовано та представлено в таблиці 3.

Таблиця 3. Показники оцінки якості розміщення коштів у акції*

Підхід	Показник	Формула	Характеристика
На основі оцінки реальної вартості акції	Оцінка акцій з постійними дивідендами	$P_0 = D / K_s$	де D – річний дивіденд; K_s – ставка доходності акції
	Оцінка акцій з постійним приростом дивідендів (Модель Гордона)	$P_0 = D_1 / (K_s - g)$	де D_1 – сподіваний дивіденд на акцію через рік $D_1 = D_0(1+g)$; g – темп приросту дивідендів.
	Оцінка акцій з непостійним приростом дивідендів	$P_0 = \sum [D_n / (1 + K_s)^n]$	де D_n – сподіваний щорічний дивіденд на акцію.
На основі оцінки доходності від розміщення коштів у акції	Ставка дивіденду (dc)	$dc = D * 100\% / N$	де D – величина річних дивідендів, що виплачуються, грн.; N – номінальна ціна акції, грн. Часто на практиці ставка дивіденду використовується для оголошення річних дивідендів.
	Поточна доходність акції для інвестора – рендит (dT)	$dT = D * 100\% / P$	P – ціна придбання акції, грн.
	Поточна ринкова доходність (dp)	$dp = D * 100\% / P_0$	P_0 – поточна ринкова ціна акції, грн.
	Кінцева доходність акції (dk)	$dk = [(D \pm DP/n) * 100\%] / P$	де D – величина дивідендів, випланих в середньому за рік, грн.; DP – приріст або збиток капіталу інвестора, що дорівнює різниці між ціною продажу та ціною придбання акції, грн.; n – кількість років, протягом яких інвестор володіє акціями.

			Може використовуватися в тому випадку, якщо інвестор продав акцію або планує її продати за ціною, відомою йому.
	Сукупна доходність (dc)	$dc = \sum (D_i + DP) * 100\% / P$	де D_i величина дивідендів, виплачених в i -тому році, грн. Показник є узагальнюючим показником ефективності вкладень інвестора в покупку акцій Може використовуватися в тому випадку, якщо інвестор продав акцію або планує її продати за ціною, відомою йому.
	Річна доходність (d)	$d = [(P_1 - P_0) / P_0] * 365 * 100\% / t$	У випадку, коли інвестор не бажає отримувати поточних доходів у вигляді дивідендів, він отримує дохід від приросту курсової вартості акцій. Цю доходність можна визначити на основі показника річної доходності. де P_0 – ціна покупки акції, у процентах до номіналу, або грн.; P_1 – ціна продажу акції, у процентах до номіналу, або грн.; t – кількість днів із дня покупки до продажу акцій.

* власна розробка автора

Враховуючи реалії сучасного розвитку фондового ринку в Україні та положення вітчизняної нормативно-правової бази, яка визначає інвестиційну компанію лише як торговця цінними паперами, необхідним є запозичення зарубіжного досвіду щодо фінансової оцінки якості розміщення коштів в контексті обґрунтування доцільності купівлі чи продажу того чи іншого цінного паперу з метою формування оптимального портфеля цінних паперів.

В межах традиційного підходу історично сформувалися дві паралельні концепції щодо принципів і джерел збору та обробки інформації як підґрунтя для прийняття рішень про доцільність інвестування в ті чи інші цінні папери, а саме: фундаментальний і технічний аналіз [1].

Як технічний, так і фундаментальний аналізи інвестиційної привабливості цінних паперів не розв'язують відокремлено один від одного задачі управління інвестиційним портфелем. В наслідок цього виникає об'єктивна необхідність поєднання найкращих методів і методик цих двох паралельних підходів до рішення задачі оптимального розміщення фінансових ресурсів на фондовому ринку України.

Загальну схему прийняття рішення щодо розміщення фінансових ресурсів на вітчизняному фондовому ринку представимо у вигляді трьох аналітичних блоків: фільтрація, оптимізація та оперативне управління портфелем цінних паперів.

Блок фільтрації призначений для зменшення розмірності задачі оптимізації структури портфеля цінних паперів. Його наявність в схемі

прийняття рішення об'єктивно обумовлена тим, що на сучасному фондовому ринку України значна частина цінних паперів, які знаходяться в обігу і доступні для інвестування, залишаються ще на стадії "недозрілості", що не дозволяє в повній мірі застосувати до них формальні методи та методики аналізу. Запобігаючи цьому, такі цінні папери необхідно "відфільтрувати". Через "фільтр" пройдуть тільки ті цінні папери, які згідно з обраними аналітиком цілями можуть бути об'єктивно проаналізовані. Основу цього блоку складає модель - "Рейтинг - фільтр".

Модель "Рейтинг - фільтр" дозволяє, використовуючи об'єктивну фінансово - економічну інформацію, відсіяти ті цінні папери, курсова вартість яких не відповідає їх внутрішній вартості (балансовій вартості) згідно бухгалтерської звітності підприємства – емітента [1].

Внутрішня вартість фінансової інвестиції — це розрахунковий показник, а тому він залежить від тієї аналітичної моделі, на базі якої проводяться обчислення.

Якщо внутрішня вартість цінного паперу, що і прораховано потенційним інвестором, є вищою за поточну ринкову ціну, то такий папір вигідно в даний момент придбати, оскільки його недооцінили на ринку. Якщо з погляду конкретного учасника ринку ціна цінного паперу перевищує його внутрішню вартість, то немає сенсу купувати такий папір, оскільки його ціну завищено. Водночас це співвідношення ціни та вартості вказує на те, що його вигідно продати, коли він уже є в портфелі інвестора. Якщо ринкова ціна та внутрішня вартість цінного паперу збігаються, то це означає, що операції спекулятивного характеру (з метою одержання доходу від різниці між ціною продажу та купівлі) навряд чи можливі.

У сучасній економічній літературі існують різні підходи до визначення внутрішньої вартості фінансових інструментів, але на практиці найбільш поширеною є фундаменталістська теорія, згідно з якою внутрішня вартість цінних паперів розраховується за формулою, запропонованою Дж. Вільямсом ще 1938 року:

$$V(t) = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+d)^i}, \quad (1.1)$$

де $V(t)$ - внутрішня вартість цінних паперів у момент t ;

CF_i - очікуваний потік відсоткових виплат за цінним папером в i -й період ($i=1, n$);

d - прийнятна або очікувана дохідність цінного паперу (норма прибутку).

З метою оптимізації розміщення коштів другим рівнем відбору цінних паперів може стати модель оцінки дохідності капітальних активів (Capital Asset Pricing Model = CAPM). Авторами моделі є американські економісти В. Шарп, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін. Вона побудована на тезі про те, що ціна окремих капітальних активів залежить від очікуваної рентабельності та ризику. Модель CAPM може стати в нагоді при прийнятті рішень про вкладання коштів в альтернативні фінансові інструменти.

Модель CAPM характеризує процес формування ринкової ціни окремих цінних паперів за умов досконалого ринку капіталів та з урахуванням систематичного ризику, який не підлягає диверсифікації і характеризує ризик можливих для інвесторів втрат внаслідок кон'юнктурних коливань, зміни процентних ставок, прийняття різного роду політичних рішень, інфляції тощо. Враховуючи природу цих ризиків, вважають, що їх неможливо зменшити на основі диверсифікації вкладень.

Для дослідження процесу ціноутворення на ринку інвестицій необхідною є ідентифікація поняття «ринковий портфель інвестицій». Цей портфель включає всі наявні на ринку капітальні активи (інвестиційні можливості), є максимально диверсифікованим і характеризується ринковою нормою прибутковості та середнім по ринку рівнем ризику.

Модель оцінки капітальних активів (CAPM) можна уявити у вигляді очікуваної рівноважної рентабельності вкладень, яка дорівнює сумі безризикової процентної ставки та премії за ризик вкладень у певний актив, що визначається як добуток рівня систематичного ризику, властивого цьому активу, та середньоринкової премії за ризик:

$$CAPM(RA) = i + (RM - i) \cdot b_A, (1.2)$$

де CAPM (RA) — очікувана інвестором рентабельність капітальних активів за умови ринкової рівноваги.

Правило прийняття інвестиційних рішень згідно з CAPM має такий вигляд:

1. слід вкладати кошти в ті інвестиції, прогнозована рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність, розрахована за CAPM;
2. за наявності багатьох альтернатив слід віддати перевагу тим, рентабельність яких найбільш відрізняється від рівноважної у бік збільшення [3].

Оперативне управління портфелем цінних паперів пов'язане з можливістю застосування технічного аналізу та удосконалення системи менеджменту.

Усі методи технічного аналізу є спробами швидкого й відносно легкого прогнозування цін на підставі ринкової статистики минулих періодів.

Широкого поширення за кордоном набув технічний аналіз на основі
плинної середньої. Плинна середня за
тривалий період дає аналітику більше можливостей виявити зміну тенденції.
Покладаючись на такий аналіз, багато інвесторів ринку купують акції, коли
лінія плинної середньої за короткий
періодаболілія поточних цін сягне вищого рівня плинної середньої за тривалий період,
і позбавляються акцій, коли лінія фактичних цінабо «короткої»
плинної середньої стає нижчою за лінію плинної середньої за триваліший відрізок
часу [2].

Фахівці, котрі спираються на технічний аналіз, не завжди досить точно
передбачають ціни ринку цінних паперів на далеку перспективу.
Довготермінове прогнозування зазвичай зумовлює необхідність додаткового залуч
ення елементів фундаментального аналізу.

З метою удосконалення системи менеджменту інвестиційної компанії, що
забезпечить удосконалення оперативного управління інвестиційним портфелем
на фірмі, пропонується дотримуватися основних узагальнених умов, за яких
варто розглядати доцільність придбання чи продажу цінних паперів. Так
купувати цінний папір варто, якщо інвестор має підстави вважати, що акції
фірми продаються за значно заниженими цінами. Тобто, на думку інвестора,
фірма-емітент коштує значно більше, ніж показує ринкова ціна її акцій; інвестор
вважає, що фірма має сприятливі перспективи й можна очікувати значного
стрибка ціни її акцій угору; якщо ціна акцій стабільно зростає й інвестор має
підстави вважати, що ця тенденція ще довго зберігатиметься; інвестор вважає,
що попри стабільну ринкову ціну акцій на них будуть виплачені високі
дивіденди.

Можливість продажу акцій варто розглядати, коли інвестор вважає, що
акції переоцінено й можна очікувати падіння ринкових цін на них; інвестор
вважає, що в фірми-емітента найближчим часом виникнуть серйозні фінансові
проблеми; якщо спостерігається стала тенденція до падіння ринкової ціни акцій,
і інвестор не має підстав сподіватися, що найближчим часом ціна
стабілізується, а потім почне зростати; інвестор припускає, що на акції певної
компанії будуть виплачені невисокі дивіденди й тому вважає, що продавши ці
акції, він зможе придбати інші цінні папери з вищою дохідністю.

Слід, також пам'ятати, що падіння ціни сьогодні не є свідченням того, що
певні цінні папери зовсім безнадійні у довготерміновій перспективі.

Висновки. Використання комплексної методології фінансової оцінки
якості розміщення коштів на основі зарубіжного досвіду допомагає
інвестиційним компаніям у процесі прийняття рішень щодо доцільності
вкладання коштів у фінансові інструменти фондового ринку України. За

рахунок фільтрації, оптимізації та оперативного управління портфелем цінних паперів зменшується похибка неякісного розміщення коштів. Дана модель фінансової оцінки якості розміщення коштів інвестиційної компанії дозволяє одержати додатковий прибуток від поєднання консервативного та спекулятивного підходів до формування інвестиційного портфеля інвестиційною компанією.

Список літератури

- 1. Глуцєвський В.В. Комплексна методика прийняття рішень щодо розміщення фінансових коштів на фондовому ринку України.- К.: КНЕУ, 2010.- 120 с.*
- 2. Електронний ресурс: <http://library.if.ua/book/75/5413.html>.*
- 3. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2003. — 554 с.*