

РИЗИКИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ У КОРПОРАТИВНІЙ СФЕРІ

Розкрито сутність ризиків інвестиційних фондів у корпоративній сфері. Узагальнено основні види ризиків інвестиційних фондів та способи їх оцінювання. Визначено основні проблеми розвитку вітчизняних інвестиційних фондів та запропоновано заходи щодо мінімізації інвестиційних ризиків.

Essence of risks of investment funds is revealed as to the Ukrainian corporate scope. Main risks of investment funds are indicated and methods of risk assessment are studied. Some challenges of development of investment funds are shown and measures are offered on minimization of investment risks.

Постановка проблеми. Підвищення конкурентоспроможності вітчизняного корпоративного сектору вимагає додаткового капіталу, що буде спрямований у технічне оновлення виробництва. Саме інвестиційні фонди є одними із найпотужніших посередників, здатних акумулювати значні обсяги капіталу та спрямовувати їх у корпоративний сектор. Проте діяльність інвестиційних фондів у сучасних умовах вітчизняного ринку характеризується значною ризикованістю через постійну зміну законодавства у сфері розподілу прибутків, дивідендної політики, постійні зміни в податковому законодавстві. Певним ризиковим чинником виступає і можливість втрати для інвестора контролю над підприємством через так звані "рейдерські" дії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню інвестиційних ризиків присвячені праці багатьох іноземних вчених, серед яких слід виділити: Дж. В. Бейлі, Р. Брейлі, С. Майерса, Х. Редхеда, У. Шарпа, С. Хьюза та ін. Серед українських та російських вчених істотний внесок у розробку теоретичних і практичних аспектів особливостей ризику інвестиційних фондів у корпоративній сфері зробили: В. Аньшин, І. Бланк, Л. Бражнікова, В. Вітлінський, І. Грозний, І. Івченко, Н. Машина, С. Філін.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Хоча поняття "інвестиційний ризик" та "інвестиційний фонд" є широко вживаними в сучасній науковій економічній літературі, й актуальність різних аспектів забезпечення ефективності функціонування інвестиційної сфери є беззаперечною, проте саме ризики інвестиційних фондів у корпоративній сфері є недостатньо дослідженими як окреме явище.

Формулювання завдань та цілей статті. Розкриття сутності ризиків інвестиційних фондів у корпоративній сфері, узагальнення їх класифікації та способів оцінювання, визначено основною метою статті.

Виклад основного матеріалу. Підвищення ефективності функціонування корпоративного сектору є одним із головних факторів забезпечення економічного зростання. Проте постійний дефіцит фінансових ресурсів є одним із чинників, що зменшує його можливості до ефективного функціонування. Саме залучення додаткових ресурсів через механізм фінансового ринку може стати запорукою розвитку вітчизняного корпоративного сектору. Світовий досвід свідчить, що у розвиненій ринковій економіці саме фінансові посередники відіграють провідну роль в інвестуванні корпоративного сектору. Так, фінансове посередництво – це процес трансформації фінансових активів з однієї форми в іншу, що є основною діяльністю в межах усієї фінансової системи.

Організоване у формі корпорації підприємство може залучати досить широке коло інвесторів. Фінансові посередники, наприклад, банки, страхові компанії, інвестиційні фонди здійснюють таку трансформацію через купівлю та випуск фінансових активів. Найпоширенішим видом посередників (за числом участі в статутних капіталах акціонерних товариств) є інвестиційні фонди. Проте економіка України з погляду інвесто-

ра настільки ризикова, що сподіватись на стрімкий розвиток посередництва у корпоративному секторі не доводиться. Так, наявні в Україні інвестиційні фонди та компанії в основному працюють з приватизаційними майновими сертифікатами, а не з "живими грошима". В той же час деякі іноземні інвестори мають інший погляд на проблему інвестиційної ризикованості та привабливості. Так, Чарльз Теннес, менеджер фонду "Rydex", Швейцарія (активи 7 млрд дол. США), вважає, що "...вигідно вкладати в українську економіку, де існує не тільки ризик, але і винагорода за ризик". На його думку, ринки Центральної і Східної Європи інвестиційно-привабливі. Вкладений в Україну капітал може дати інвестиційний прибуток у розмірі 30–40 % на рік [7, с. 186].

Розвиток інвестиційних фондів дозволяє використовувати ефективні засоби мінімізації ризиків. Це досягається шляхом формування такого комплексу прав власності, який ефективно забезпечує перерозподіл функції прийняття рішень і розподіл ризику. Згідно із законодавством України інвестиційний фонд – це юридична особа, заснована у формі акціонерного товариства, здійснює діяльність у галузі спільного інвестування [9, с. 1344]. Тобто, інвестиційний фонд залучає грошові кошти інвесторів на основі строковості та платності з метою формування фондів фінансових ресурсів та отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

Визначення ризику є невід'ємною складовою оцінки доцільності вкладення інвестицій у будь-яку сферу економіки, а особливо в корпоративну сферу. Незважаючи на те, що вся діяльність людей відбувається за умов невизначеності, яка й породжує ризик, серед дослідників немає єдиної думки щодо визначення ризику. Найпоширенішими з визначень є наступні: ризик – невизначеність, пов'язана з будь-якою подією чи її наслідком; ризик – це ймовірність настання певної події [5, с. 24]; ризик – це характерні особливості сприйняття зацікавленими суб'єктами економічних відносин об'єктивно наявної невизначеності, притаманної процесам управління та прийняття рішення [2, с. 38]. З точки зору підприємницької діяльності ризик – це ймовірність загрози втрати підприємством частини своїх ресурсів, недоодержання доходів чи появи додаткових витрат у результаті здійснення певної виробничої і фінансової діяльності [6, с. 8]. Слід зазначити, що при визначенні терміну "ризик" більш вірним, є підхід, який ураховує можливість настання лише негативного наслідку тієї чи іншої події, бо саме така ситуація є загрозою для інвестиційних фондів та потребує управління. Таким чином, на нашу думку, для інвестиційних фондів ризик можна визначити як ймовірність втрат при недоодержанні грошового потоку після прийняття управлінського рішення про реалізацію інвестиційного проекту внаслідок неповноти та неточності інформації щодо настання в майбутньому певних подій з урахуванням можливості реалізації сприятливої стратегії виведення капіталу, порівняно з прогнозованим варіантом.

Отже, невід'ємною частиною діяльності інвестиційних фондів є ризик, яким необхідно управляти. Процес управління ризиками припускає проведення

певних кроків, у тому числі: аналіз і оцінку проектних ризиків; вибір методів управління ризиками; застосування обраних методів; оцінка результатів управління ризиками. В аналізі ризику виділяють три взаємозв'язані аспекти – ідентифікація, вимір та нейтралізація. Діяльність інвестиційних фондів за своєю специфікою функціонування включає багато різноманітних ризиків. А з розвитком та ускладненням соціальних та економічних процесів з'являється дедалі біль-

ше нових видів ризиків. Неоднаковість широти прояву ризиків та їх різноманіття породжує складність їх класифікації, оскільки, інвестиційний фонд, при купівлі цінних паперів акціонерних товариств, отримує не лише зовнішні та інвестиційні ризики, а й ризики, що пов'язані з діяльністю інвестованого підприємства. Отже, класифікуємо ризики інвестиційних фондів з урахуванням впливу зовнішнього середовища (рис. 1).

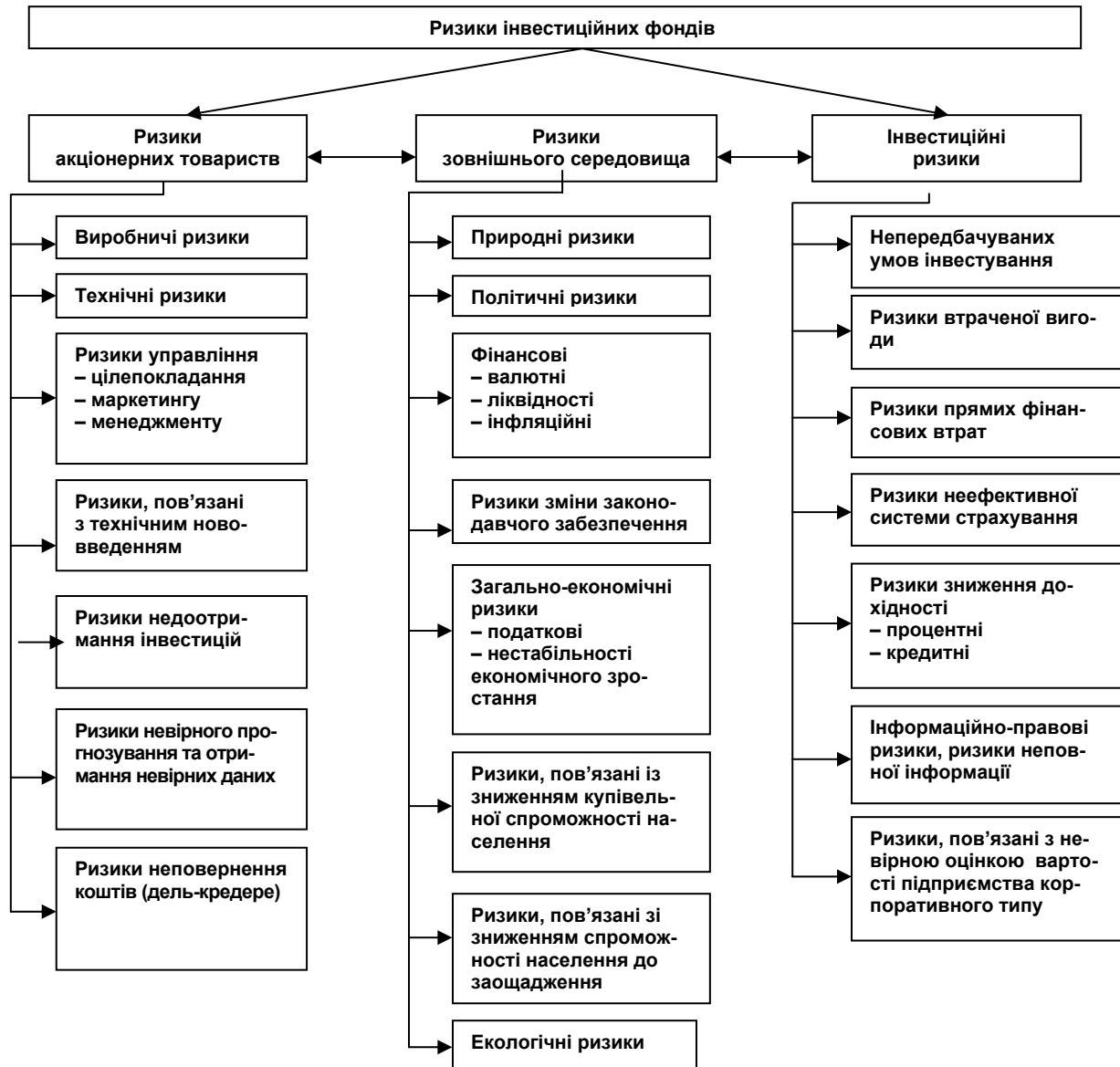


Рис. 1. Класифікація ризиків інвестиційних фондів (Розроблено авторами на основі джерел [3, с. 271; 7, с. 32; 8, с. 45].)

Одними з перших проблему ризиків інвестиційних фондів розглядали Д. Фішер та Р. Джордан, які запропонували поділяти інвестиційні ризики на систематичні, тобто з їх точки зору, контрольовані, та несистематичні. До систематичних вони віднесли ринковий ризик, ризик купівельної спроможності, ризик ставки відсотку, до несистематичних – фінансовий та бізнес-ризик, який може бути зовнішнім або внутрішнім [10, с. 54].

З наведених видів ризиків, проаналізуємо найбільш розповсюджені. Так, ризик зміни законодавчого забезпечення в сучасних умовах набуває особливої важливості. Нові законодавчі акти, а також численні зміни, що вносяться до вже існуючих, часом ставлять під загрозу саме здійснення інвестицій у корпоратив-

ний сектор, а в більшості випадків спонукають як інвестиційні фонди, так і самі акціонерні товариства до додаткових витрат. Ризик інфляційних процесів пов'язаний зі знеціненням активів підприємств корпоративного сектору та в сучасних умовах супроводжує будь-яку діяльність. Політичний ризик – це можливість виникнення збитків чи скорочення обсягу прибутку внаслідок державної політики. Політичний ризик зумовлений можливими змінами курсу, зсувами пріоритетів на урядовому рівні. Його врахування є особливо актуальним у країнах з неусталеним законодавством, з відсутністю традицій і загальної культури підприємництва. Ризик непередбачених змін вартості підприємства в результаті зміни початкових управлін-

ських рішень, а також змін ринкових та політичних обставин, може призвести як до втрат, так і до додаткових доходів. Ризик втраченої вигоди виникає при настанні непрямого фінансового збитку (неотриманого прибутку) в результаті нездійснення будь-якого заходу. Ризик зниження доходності може виникати внаслідок зменшення розміру відсотків і дивідендів за портфельними інвестиціями. Ризик прямих фінансових втрат представляє загрозу повної або часткової втрати інвестованого капіталу в результаті неправильного вибору вкладання капіталу. На рівень цього ризику впливають такі фактори, як ліквідність, прибутковість, склад, структура та інші параметри інвестиційного портфеля.

Після етапу ідентифікації, під час якого виявляють наявність ризику, настає момент його виміру. Для аналізу ризиків використовується математичний апарат, який спирається на методи теорії ймовірностей, що обумовлено імовірнісним характером невизначеності й ризиків. Задачі аналізу ризиків можна підрозділити на три типи: аналіз прямих ризиків на підставі відомої імовірнісної інформації; аналіз зворотних ризиків, коли задається прийнятний рівень ризиків; задачі дослідження чутливості, стійкості результативних показників стосовно варіювання вихідних параметрів. Це необхідно у зв'язку з неминучою неточністю вихідної інформації.

Аналіз ризиків здійснюється на основі математичних моделей прийняття рішень, основними моделями з яких є: методи експертних оцінок; визначення періоду окупності інвестицій; метод аналогій; метод ставки

процента з поправкою на ризик (ризикова премія може становити 20 %). У випадку визначеного ризику задача кількісного аналізу складається з чисельного виміру впливів змін факторів ризику проектів, які перевіряються на ризик та поведінку критеріїв ефективності проекту. Як міра ризику в певних випадках застосовується його відносна безрозмірна характеристика – коефіцієнт варіації [8, с. 63]:

$$N = \delta(x) / M(x), \tag{1}$$

де $M(x)$ – величина очікуваного збитку; $\delta(x)$ – середньоквадратичне відхилення результату.

Для коефіцієнту варіації використовується шкала розкидів значень: v до 0,1 – слабкий ризик; v від 0,1 до 0,25 – помірний ризик; v понад 0,25 – високий ризик. Також мірою ризику є наступні коефіцієнти ризику [8, с. 64]:

$$K1 = 3 / B; \tag{2}$$

$$K2 = 3 \times p / B, \tag{3}$$

де 3 – максимально можлива величина збитку, B – обсяг власних грошових ресурсів, p – ймовірність втрат.

Прийнятний ризик оцінюється умовами: $K1 < \xi1$, $K2 < \xi2$, де $\xi1$, $\xi2$ – граничні обмеження ризику, що визначаються можливостями інвестора. Для прийняття рішень у випадку невизначеного ризику розроблені критерії прийняття рішень, систематизація характеристик найбільш уживаних методів аналізу й оцінки ризиків (табл. 1).

Таблиця 1

Методи аналізу й оцінки ризиків інноваційного проекту*

Метод	Характеристика методу
Ймовірнісний аналіз	Припускається, що розрахунки за моделлю здійснюються відповідно до принципів теорії ймовірностей. Ймовірність виникнення втрат визначається на основі статистичних даних попереднього періоду з встановленням області ризиків
Методи експертних оцінок	Група методів прогнозування й аналізу ризиків, заснованих на висновках експертів. До них відносять метод Дельфі, ранжирування, попарне порівняння, метод бальних оцінок. Вірогідність отриманих оцінок залежить від незалежності суджень експертів [8, с. 165]
Метод аналогії в управлінні ризиком	Використання бази даних здійснених аналогічних проектів для переносу їх результативності на проект. Метод використовується, якщо внутрішнє і зовнішнє середовище проекту і його аналогів має збіжність за основними параметрами [5, с. 119]
Аналіз чутливості	Метод дозволяє оцінити, як змінюються результативні показники реалізації проекту при різних значеннях заданих змінних, необхідних для розрахунку
Аналіз сценаріїв	Метод припускає розробку декількох варіантів за песимістичним сценарієм можливої зміни основних змінних та оптимістичним і найбільш ймовірним варіантом
Метод побудови дерева рішень	Метод, що оцінює найбільш ймовірні значення результатів діяльності в залежності від варіантів реалізації проекту, заснований на побудові графічного зображення послідовності рішень з врахуванням ймовірностей для комбінацій альтернатив
Імітаційне моделювання за методом Монте-Карло	Це один з методів моделювання результатів функціонування складної системи, на яку впливають випадкові фактори і яка не може бути описана жодним іншим методом. Ідея цього методу базується на заміні експериментів над реальними об'єктами експериментами над їхніми моделями [8, с. 150]

* Розроблено авторами на основі джерел [5, с. 119; 8, с. 165].

Наступним етапом процесу управління ризиками є вибір методів їх мінімізації. За результатами дослідження значимості основних складових забезпечення конкурентоспроможності продукції іноземними спеціалістами були зроблені висновки: техніка – 26 %; технологія – 29 %; людський фактор – 45 %. Дослідження, що були проведені на машинобудівних підприємствах України, показують дані – 57 %; 61 %; 22 % відповідно. Як бачимо, підприємницькому досвіду, ініціативності, енергійності, професійній підготовці приділяється, як правило, більша увага, ніж технічним характеристикам майбутнього виробу. Такі фактори, як величина власного капіталу, кредитоспроможність боржника, що відіграють головну роль при звичайних кредитно-фінансових угодах, при інвестуванні не враховуються.

Отже, розглянемо детальніше основні заходи, що дозволяють мінімізувати ризики, умовно розподілимо

їх на такі групи: диверсифікація ризиків; придбання додаткової інформації та лімітування; підготовка та передпідготовка фахівців; хеджування; страхування; створення резервів.

Метод придбання додаткової інформації базується на тому, що відсутність повної інформації про емітентів, в акції яких інвестиційний фонд бажає вкласти кошти, може суттєво збільшити ризик. Тому фонд може заплатити за необхідну йому інформацію. Лімітування являє собою встановлення граничних сум вкладання капіталу. Підготовка та сертифікація фахівців – підготовка висококваліфікованих спеціалістів у різних галузях економіки, які володіли б не лише економіко-математичними методами аналізу економіки, а й експертними системами оцінювання ризику, вміли синтезувати всю доступну інформацію, а також використовували б системні методи аналізу. Цей метод

ураховує людський фактор, який забезпечує можливість управління перерозподілом і зниженням інвестиційних ризиків. Хеджування ґрунтується на використанні похідних цінних паперів для фіксації ціни і є високоефективним механізмом зменшення можливих фінансових втрат при настанні ризикової події.

Диверсифікація як поняття визначає процес розподілу коштів, що інвестуються, між різними об'єктами капіталовкладень, які безпосередньо не пов'язані між собою [8, с. 43]. Диверсифікація є найбільш обґрунтованим і найменш витратним методом зниження ступеню ризику. Система відрахувань на непередбачувані обставини характерна як для інвестиційних фондів, так і для підприємств корпоративного сектору. Резервний (страховий) капітал створюється господарськими товариствами згідно з діючим законодавством і статутних документів (у розмірі, встановленому засновницькими документами, але не менше 25 % статутного капіталу). Щорічний розмір відрахувань до резервного капіталу також встановлюється засновницькими документами, але не може бути меншим за 5 % суми чистого прибутку.

Найбільш розповсюдженим методом зниження ступеня ризику є страхування ризику, в основі якого лежить розподіл розміру можливих втрат між усіма учасниками. Страховий захист може здійснюватись за такими групами ризиків: ризики, пов'язані зі зміною ринкової кон'юнктури, надійності партнерів по інноваційному проекту; ризики, які мають природний характер: пожежі, стихійні лиха та інші; специфічні ризики (технологічні та ризики, пов'язані із захистом інтелектуальної власності). Сутність страхування полягає в тому, що інвестор готовий відмовитися від частини своїх доходів, щоб уникнути ризику, тобто він готовий заплатити за зменшення ступеня ризику. Визначення страхової суми та страхового платежу, який підлягає сплаті за договорами страхування інвестиційних ризиків, страховики мають дотримуватися законодавства. Зокрема, Законом України "Про страхування" визначено, що одним із видів добровільного страхування може бути страхування інвестицій та фінансових ризиків, серед видів обов'язкового страхування вказується страхування цивільної відповідальності інвестора, в тому числі шкоди, заподіяної довкіллу, здоров'ю людей. Законом України "Про інвестиційну діяльність" встановлено, що інвестиції можуть, а у випадках, передбачених законодавством, мають бути застраховані. Страховою вартістю підприємницького ризику є сума збитків від підприємницької діяльності,

які страхувальник поніс би при настанні страхового випадку. Тому в процесі управління ризиками підприємства, пов'язаними з їхнім зовнішнім страхуванням, основна увага повинна бути приділена узгодженню розміру страхових платежів. Цей розмір визначається такими факторами: розміром страхової суми, що відшкодовується; загальним періодом страхування; страховими тарифами (при добровільному страхуванні ці тарифи розробляє страхова компанія).

Висновки. Отже, управління ризиками діяльності інвестиційних фондів у корпоративній сфері є необхідною складовою ефективного розвитку вітчизняних підприємств, а використання різноманітних методів мінімізації ризиків дозволяє істотно знизити розмір можливих фінансових втрат як підприємства, так і інвестиційного фонду в умовах політичної та економічної нестабільності та частоті зміни кон'юнктури ринку.

Перспективи подальших розробок у цьому напрямку. Подальші дослідження з даної проблематики мають проводитись у напрямі пошуку додаткових механізмів стимулювання розвитку інвестиційної діяльності, активізації розвитку інвестиційних фондів шляхом удосконалення законодавчого забезпечення та підвищення довіри населення до використання фінансових інструментів. Розвиток інвестиційних фондів в Україні, пошук шляхів зниження ризиків інвесторів і підвищення популярності інвестиційних фондів серед населення є передумовою покращення економічного становища України та оновлення більшості галузей національної економіки.

1. *Базилевич В. Д.* Ринкова економіка: основні поняття і категорії / В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич. – К., 2008. 2. *Вітлінський В. В.* Ризик у менеджменті / В. В. Вітлінський, С. І. Наконечний. – К., 1996. 3. *Горовий Д. А.* Сутність та класифікація ризиків інвестиційної діяльності / Д. А. Горовий // Коммунальное хозяйство городов : науч.-технич. сб. – Х., 2007. – № 75. 4. *Євтушевський В. А.* Тенденції розвитку інвестиційних фондів у корпоративній сфері України / В. А. Євтушевський, А. М. Букало // Теоретичні та прикладні питання економіки : зб. наук. праць. – К., 2010. – Вип. 21. 5. *Івченко І. Ю.* Економічні ризики : навч. посіб. / І. Ю. Івченко. – К., 2004. 6. *Камінський А. Б.* Моделювання фінансових ризиків : [монографія] / А. Б. Камінський. – К., 2006. 7. *Крупка М. І.* Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України / М. І. Крупка. – Львів, 2001. 8. *Машина Н. І.* Економічний ризик і методи його вимірювання: навчальний посібник / Н. І. Машина. – К., 2003. 9. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії : Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 // Відомості Верховної Ради України. – 1994. – № 6. 10. *Уотшем Т. Дж.* Количественные методы в финансах / Т. Дж. Уотшем, К. Паррамоу; [пер. с англ.]. – М., 1999. 11. *Englund P.* Operation and Regulation of Financial Markets [Electronic resource] / P. Englund. – Stockholm. – 2009. – Access mode to a resource: <http://www.people.hbs.edu/merton/operationregulation.pdf>.

Надійшла до редколегії 03.09.2010

Д. Черваньов, д-р екон. наук, проф., чл.-кор. АПН України,
І. Горбась, асист.

ФОРМУВАННЯ ІНТЕГРОВАНІХ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ У ПРОМИСЛОВОСТІ

Досліджено особливості формування об'єднань підприємств у промисловості (на прикладі галузі будівельної кераміки). Проаналізовано організаційні форми інтеграції вітчизняних підприємств на основі вертикальної технологічної співпраці.

The article deals with features of forming enterprises' associations (on the example of building ceramics industry), the organizational forms of domestic enterprises' integration on the basis of vertical technological cooperation.

Постановка проблеми. Посилення глобалізації світової економіки стимулює країни до активної участі в інтеграційних процесах. Поява та швидке становлення нових індустріальних країн обумовлює специфічні вимоги до формування й розбудови напрямків і шляхів розвитку інших країн-учасниць світового економічного простору. За теперішніх умов зростання реального сектору національної економіки не можливе без ґрунтовної модернізації промислового комплексу.

Тривалі кризові явища в економіці суттєво обмежують резерви виробничого зростання та розвитку вітчизняної промисловості. А тому значної уваги потребують дослідження можливих способів більш ефективного використання наявних виробничих потужностей та отримання додаткових синергічних ефектів на цій основі.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Особливостям інтеграційних процесів у сучасній економіці присвячені численні наукові дослідження.