

### СУЧАСНІ ПІДХОДИ ДО ОРГАНІЗАЦІЇ РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТУ ПАЙОВИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ

В той час, коли Україна переживає посткризовий стан в економіці, фінансова система знаходиться в періоді трансформації і держава не в змозі покластися тільки на бюджетну систему і банківський сектор, виникає можливість розвитку інститутів колективного інвестування. Інвестиційні фонди відіграють значну роль в сучасній економіці, дозволяючи акумулювати, перерозподіляти, зберігати і примножувати фінансові ресурси як індивідуальних інвесторів, так і фінансові активи корпоративного сектора, інвестуючи кошти у найбільш ефективні з погляду прибутковості та надійності сфери економіки. У статті на основі ціннісно-орієнтованого підходу розкриваються класифікації ризиків ПФ, істотні з точки зору управління ризиками, рівні та завдання управління ризиками на різних рівнях, ключові суб'єкти управління ризиками інституту колективного інвестування.

**Ключові слова:** ризик-менеджмент, ціннісно-орієнтований менеджмент, пайовий інвестиційний фонд, управління ризиками.

*Сташкевич Александра*

### СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ ОРГАНИЗАЦИИ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

В то время, когда Украина переживает посткризисный положение в экономике, финансовая система находится в периоде трансформации и государство не в состоянии положиться только на бюджетную систему и банковский сектор, возникает возможность развития институтов коллективного инвестирования. Инвестиционные фонды играют значительную роль в современной экономике, как индивидуальных инвесторов, так и финансовые активы корпоративного сектора, инвестируя средства в наиболее эффективные с точки зрения доходности и надежности сферы экономики. В статье на основе ценностно-ориентированного подхода раскрываются классификации рисков ПФ, существенные с точки зрения управления рисками, уровни и задачи управления рисками на различных уровнях, ключевые субъекты управления рисками института коллективного инвестирования.

**Ключевые слова:** риск-менеджмент, ценностно-ориентированный менеджмент, паевой инвестиционный фонд, управление рисками.

*Stashkevich Aleksandra*

### MODERN APPROACHES TO THE RISK MANAGEMENT OF MUTUAL FUNDS

At a time when Ukraine is experiencing post-crisis state of the economy, the financial system is in a period of transformation and the state can not rely only on the budget system and the banking sector, there is a possibility of collective investment institutions. Investment funds play an important role in the modern economy, allowing accumulate, redistribute, preserve and increase the financial resources of both individual investors and financial assets of the corporate sector by investing in the most efficient in terms of yield and reliability of the sectors of the economy. The article covers collective investment fund's risk classifications by value-based approach, important from the view point of risk management. The key subjects of collective investment fund's risk management are considered

**Keywords:** risk management, value-oriented management unit investment fund risk management.

**Постановка проблеми:** Найважливішою особливістю інститутів колективного інвестування є потенційно висока вразливість, чутливість до ризику колективних інвесторів, що обумовлено рядом причин: системними властивостями колективних інвестиційних фондів; операціями на фінансовому ринку, в основі яких лежить використання ситуацій підвищеного ризику; ефектом «ланцюгової реакції». У силу особливої схилості до ризиків розробка цілісної системи ризик-менеджменту колективного інвестора є найважливішим завданням. Її рішення припускає виділення конкретних ризиків, до яких можна застосовувати певні процедури і методи управління ризиками.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Загальні питання, пов'язані зі збереженням активів корпоративного сектора шляхом традиційних схем розглянуті в роботах вчених: Букато В.І., Галанова В.О., Іванова Г.П., Колтинюка Б.О., а також в роботах зарубіжних авторів: Бэра Х.П., Дэвидсона Э., Чинга А., Сандера Э. Виділення невіршених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття: виявлення груп ризиків, які впливають на збереження активів приватних компаній на основі механізму роботи пайових фондів.

**Формування цілей статті (постановка завдання):** виявити і проаналізувати основні групи ризиків пайових інвестиційних фондів; запропонувати завдання до управління ризиками.

**Виклад основного матеріалу.** Фінансова система держави в період трансформації економіки не може покладатися тільки на бюджетну систему і банківський сектор, виникає необхідність розвитку всього спектру інститутів ринку фінансових послуг. У сучасній економіці ринок фінансових послуг виконує найважливішу функцію перерозподілу фінансових ресурсів між галузями і сферами соціально-економічної системи, мобілізації та розподілу сукупних заощаджень у суспільстві. Теорія фінансового посередництва регламентує роль фінансових інститутів у процесі економічного зростання. Інвестиційні фонди відіграють значну роль в сучасній економіці, дозволяючи акумулювати, перерозподіляти, зберігати і примножувати фінансові ресурси як індивідуальних інвесторів, так і фінансові активи корпоративного сектора, інвестуючи кошти у найбільш ефективні з погляду прибутковості та надійності сфери економіки. Пайові інвестиційні фонди (ПІФ) є одним з видів колективного інвестування, являють собою деякий механізм трансформації заощаджень, в першу чергу невеликих індивідуальних інвесторів, в інвестиції. У силу особливої схильності до ризиків розробка цілісної системи ризик-менеджменту колективного інвестора є найважливішим завданням. Її рішення припускає виділення конкретних ризиків, до яких можна застосовувати певні процедури і методи управління ризиками. У свою чергу, виділення конкретних ризиків вимагає знання різних класифікацій ризиків. У той же час вибір ознак класифікації багато в чому визначається конкретними цілями і завданнями управління ризиками та особливостями діяльності конкретної організації [1, с.7].

Сучасний підхід до управління ризиками орієнтований на інтегровану модель ризик-менеджменту в організації, яка характеризується орієнтацією на загальну оцінку сукупності ризиків організації з урахуванням взаємозв'язку між ризиками. У рамках цього підходу ризик розглядається як невизначена можливість здійснення несприятливої події при реалізації рішення щодо досягнення стратегічної мети функціонування організації [6, с. 4]. Згідно ціннісно-орієнтованого підходу (Value - Based Management), що становить суть сучасної парадигми стратегічного управління, основною стратегічною метою комерційної організації визнається зростання її вартості (цінності) для власників.

Аналіз внутрішнього механізму функціонування ПІФ дозволяє ідентифікувати його як велику складну орієнтовану соціально-економічну систему, одним з найважливіших емерджентних інтересів якої виступає досягнення нею системоутворюючої мети. Ця мета є одночасно стратегічною метою управління ПІФ і полягає в зростанні вартості (цінності) ПІФ для власників. Таким чином, вартість (цінність) колективного інвестора виступає категорією, сполучною інтегрований ризик-менеджмент і ціннісно-орієнтований менеджмент ПІФ. На основі аналізу нормативних правових актів, що регулюють функціонування інститутів колективного інвестування, практики функціонування пайових інвестиційних фондів (ПІФ) і запропонованого методологічного (вартісного) підходу виявлені ризики традиційного портфельного пайового інвестиційного фонду. Структура портфеля ризиків традиційного портфельного ПІФ представлена в таблиці 1.

Таблиця 1

Структура портфеля ризиків традиційного портфельного пайового інвестиційного фонду [2, с.115]

Ризики зниження вартості чистих активів пайового інвестиційного фонду									
Ризики першого рівня									
Ризики неформування ПІФ			Ризики зупинення діяльності ПІФ			Ризики зниження вартості чистих активів в процесі функціонування ПІФ у стандартному режимі			
Ризики другого рівня									
Ризик того, що по закінченні терміну формування ПІФ вартість майна, що становить ПІФ, Подана заявка на всіх погашення Закінчився термін дії договору довірчого управління закритим пайовим іншим ризики Ризики високої	Ризики зниження ринкової вартості активів ПІФ								
	Ризики третього рівня								
	Ризики відсутності	Ризики, обумовлені	Ризики неадекватно	Інвестиційні ризики					
	Ризики четвертого рівня								

									Ризики фінансового ринку	Ризики реалізації інвестиційних послуг
--	--	--	--	--	--	--	--	--	--------------------------	--

Проаналізувавши портфель ризиків ПФ видно, що переважна частина ризиків функціонування колективного інвестиційного фонду є чистими ризиками, які при неналежному управлінні можуть призвести до зниження вартості (цінності) колективного інвестора. Джерелом даних ризиків виступає діяльність забезпечують і непрямих суб'єктів ПФ. Тільки частину ризиків ПФ, представлена ризиками фінансового ринку, має двоїсту природу – вони можуть призводити до зростання вартості (цінності) ПФ або мати своїм результатом її зниження.

У процесі синтезу ризиків ПФ виділені дві класифікації ризиків колективного інвестора, істотні з точки зору управління ризиками.

Перша – за критерієм причини (природи) ризику: ризики фінансового ринку; операційні ризики, пов'язані з функціонуванням внутрішніх систем учасників схеми колективного; ділові ризики (ризики бізнесу), пов'язані з зовнішнім середовищем колективного інвестора; надзвичайні ризики, що включають ті види екзогенних ризиків, які ставлять під загрозу операції учасників ПФ або можуть підірвати їх фінансовий стан.

Дана класифікація ризиків дозволяє розподілити управління ризиками функціонування колективного інвестиційного фонду за рівнями управління (державний і рівень організації (інституціональний)) і сформулювати завдання управління ризиками на різних рівнях (табл. 2).

Друга класифікація – за критерієм залежності від джерела виникнення ризику: ризики, пов'язані з діяльністю забезпечують і непрямих суб'єктів колективного інвестора; ризики, зумовлені специфікою всієї галузі колективного інвестування; загальноекономічні ризики, тобто ризики всієї національної економіки (інфляція, криза фінансових ринків, банківської системи, біржова криза і т.д.); глобальні ризики – ризики світової економіки в цілому; ризики, джерелом яких виступає громадськість/споживачі послуги колективного довірчого управління в особі потенційних інвесторів, власників інвестиційних паїв (акцій) колективного інвестиційного фонду, рейтингових агентств, засобів масової інформації, аналітиків.

Дана класифікація ризиків дозволяє виділити рівні відповідальності за управлінням ризиками і визначити ключових суб'єктів, відповідальних за управління різними аспектами ризиків функціонування інститутів колективного інвестування.

Таблиця 2

Розподіл ризиків функціонування колективного інвестиційного фонду за рівнями управління і завдання управління ризиками на різних рівнях

Група ризиків	Види ризиків	Завдання управління ризиками на різних рівнях	
		державне регулювання	рівень організації
Ризики фінансового ринку	чисті і спекулятивні ризики	стимулювання процесу управління ризиком на рівні організації; напрямки інвестицій в національну економіку; встановлення рівня прийнятності ризику	створення умов для розвитку організації; організація аналітичної роботи
операційні ризики	чисті ризики	забезпечення обов'язкового ліцензування діяльності організації та сертифікації її співробітників; становлення етичних норм і стандартів професійної діяльності; моніторинг ризиків	організація внутрішнього контролю та забезпечення його дієвості; формування корпоративної культури; моніторинг ризиків і ефективності управління ризиками

Ділові ризики	чисті ризики	дотримання принципів вільного ринку; підтримання суспільної довіри до галузі колективного інвестування і створення умов для розвитку здорової конкуренції на фінансовому ринку	завдання в межах компетенції
Надзвичайні ризики	чисті ризики	оцінка впливу даних ризиків на стан інститутів колективного інвестування і фінансових ринків; мінімізація масштабів і наслідків катастроф; організація усунення наслідків тих чи інших подій	завдання в межах компетенції

Серед суб'єктів управління ризиками можна виділити:

- системні, представлених органами регулювання і нагляду та саморегульованими організаціями;

- інституційні, що забезпечують суб'єктів відносин колективного інвестування (керуюча компанія, депозитарій, реєстратор, особа, яка здійснює ведення реєстру власників інвестиційних паїв ПФФ оцінювач, зовнішній аудитор), непрямих суб'єктів (комерційні банки, брокер, організатор торгівлі, страхові компанії);

- громадськість/споживачів послуги колективного довірчого управління в особі потенційних інвесторів, власників інвестиційних паїв (акцій) колективного інвестиційного фонду, рейтингових агентств та засобів масової інформації, аналітиків [6, с.57].

**Висновки.** Вибір методів управління ризиками можна розглядати як проблему оптимізації в умовах обмежень. Критерії вибору можуть бути різними, включаючи фінансово-економічні критерії (забезпечення ефективності). Однак при прийнятті рішення про застосовувані методи не можна все зводити до економічної віддачі. Важливо враховувати й інші критерії, наприклад, технологічні або соціальні. У першу чергу рішення щодо прийняття ризиків потрібні в тій області, яка представляється в результаті аналізу найбільш вразливою. За деяких умов (наприклад, при жорстких бюджетних обмеженнях) частину ризиків, які управління оцінює як незначні, буде ігноруватися. У такій ситуації говорять, що може проводитися активна політика в одному відношенні до ризику, і пасивна – по відношенню до іншого. Поєднання активної і пасивної стратегій при управлінні ризиком є важливим результатом даного етапу [5, с.64]. Сукупність методів, обраних на даному етапі, є програмою управління ризиками. Вона являє собою цілісний опис заходів, які необхідно вжити, їх інформаційне та ресурсне забезпечення, критерії ефективності їх виконання, систему розподілу відповідальності за прийняті рішення. Така програма є основою для подальшої роботи в області ризик-менеджменту [4, с.49].

Таким чином, в умовах ризикованої атмосфери бізнесу підвищення надійності галузі колективного інвестування є спільним завданням ряду ключових суб'єктів, відповідальних за управління різними аспектами ризиків функціонування інститутів колективного інвестування. При управлінні ризиками всі вони прагнуть до досягнення системоутворюючої мети колективного інвестора – максимізації його вартості (цінності). Але кожен учасник реалізує свої функції та завдання і використовує свої методи управління ризиком.

#### *Література*

1. Болдырева Н.Б. Портфель рисков коллективного инвестиционного фонда. Особенности управления рисками коллективного инвестора: монография / Н.Б. Болдырева. – Тюмень: Изд. Тюменского государственного университета, 2007. – 168 с.
2. Болдырева Н.Б. Интегрированное управление рисками коллективного инвестиционного фонда: теория и методология / Н.Б. Болдырева. – Екатеринбург: Изд. Урал. гос. экон. ун-та, 2010. – 300 с.
3. Волков Д.Л. Управление стоимостью компании: проблема выбора адекватной модели оценки / Д.Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2004. – Сер. 8. – Вып. 4. – С. 79-98.
4. Макарова Н. Риск-менеджмент (методология управления рисками организаций) уч. пособ. / Н. Макарова. – Томск: Изд. Томского политехнического университета, 2009. – 88 с.
5. Солабуто Н. Секреты инвестирования в ПИФ. – СПб.: Питер, 2007. – 144 с.
6. Чернова Г.В., Кудрявцев А.А. Управление рисками: уч. пособ. – М.: ТК Велби; Проспект,

2005. – 160 с.

1. Boldyreva N.B. Portfel` ry`skov kollektyv`nogo y`nvesty`cy`onnogo fonda. Osobennosty` upravleny`ya ry`skamy` kollektyv`nogo y`nvestora: monografy`ya / N.B. Boldyreva. – Tyumen`: Y`zd. Tyumenskogo gosudarstvennogo uny`versy`teta, 2007. – 168 s.

2. Boldyreva N.B. Y`ntegry`rovannoe upravleny`e ry`skamy` kollektyv`nogo y`nvesty`cy`onnogo fonda: teory`ya y` metodology`ya / N.B. Boldyreva. – Ekaterynburg: Y`z. Ural. gos. ekon. un-ta, 2010. – 300 с.

3. Volkov D.L. Upravleny`e stoy`most`yu kompany`y`: problema v`yбора adekvatnoj modely` ocenky` / D.L. Volkov // Vestny`k Sankt-Peterburgskogo uny`versy`teta. – 2004. – Ser. 8. – Выр. 4. – S. 79-98.

4. Makarova N. Ry`sk-menedzhment (metodology`ya upravleny`ya ry`skamy` organy`zacy`j) uch. posob. / N. Makarova. – Tomsk: Y`zd. Tomskogo poly`texny`cheskogo uny`versy`teta, 2009. – 88 s.

5. Solabuto N. Sekrety y`nvesty`rovany`ya v PY`F. – SPb.: Py`ter, 2007. – 144 s.

6. Chernova G.V., Kudryavcev A.A. Upravleny`e ry`skamy`: uch. posob. – M.: TK Velby`; Prospekt, 2005. – 160 s.

*Рецензент:* Величко Г.О., д.е.н., професор Одеського національного економічного університету.

23.04.2014

УДК 658.168.13:336.647

*Тарасова Ольга*

### **МОДЕЛЮВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПРИ ОЦІНЦІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ НА РИНКУ M & A**

В статті розглянуті особливості моделювання грошових потоків при оцінці інвестиційної вартості компанії на ринку злиттів-поглинань, суть якого полягає у оцінці фундаментальної вартості акціонерного капіталу, яка отримана як поточна вартість грошового потоку на акціонерний капітал. При цьому дисконтування здійснюється за ставкою, що відображає альтернативні витрати залучення акціонерного капіталу, яку називають вартістю акціонерного капіталу. Визначення величини продовженої вартості акціонерного капіталу здійснюється в рамках підходів, аналогічних методам визначення продовженої вартості основної діяльності компанії. Доказано, що запропонована модель аналізу грошових потоків публічної компанії-цілі дозволить: виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що лежить в основі оцінок вартості компанії із загального потоку грошових коштів від господарської діяльності, і використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

*Ключові слова:* фундаментальна вартість, метод дисконтованих грошових потоків, злиття-поглинання.

*Тарасова Ольга*

### **МОДЕЛИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРИ ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ НА РЫНКЕ M & A**

В статье рассмотрены особенности моделирования денежных потоков при оценке инвестиционной стоимости компании на рынке слияний-поглощений, суть которого состоит в оценке фундаментальной стоимости акционерного капитала полученной как текущая стоимость денежного потока на акционерный капитал. При этом дисконтирование осуществляется по ставке, отражающей альтернативные издержки привлечения акционерного капитала, которую называют стоимостью акционерного капитала. Определение величины продленной стоимости акционерного капитала осуществляется в рамках подходов, аналогичных методам определения продленной стоимости основной деятельности компании. Доказано, что предложенная модель анализа денежных потоков публичной компании-цели позволит: выделить поток денежных средств от операционной деятельности, лежащий в основе оценок стоимости компании из общего потока денежных средств от хозяйственной деятельности, и использовать для расчетов доступную инвесторам исходную информацию о компании-цели.

*Ключевые слова:* фундаментальная стоимость, метод дисконтированных денежных потоков, слияния-поглощения.