

ДНІПРОПЕТРОВСЬКИЙ УНІВЕРСИТЕТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРАВА  
КАФЕДРА ОБЛІКУ І АУДИТУ

**Курсова робота**

**з дисципліни "Економічний аналіз"**

**Тема: Аналіз ефективності фінансових інвестицій підприємства**

**ВАТ «СИНЕРГІЯ»**

# ЗМІСТ

ВСТУП

РОЗДІЛ 1 СУТНІСТЬ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ З  
ВИКОРИСТАННЯМ ПОСЕРЕДНИКІВ - ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО  
ІНВЕСТУВАННЯ

1.1 Інвестиції, реальні та фінансові інвестиції

1.2 Нормативно-правове забезпечення діяльності ІСІ

1.3 Основні засади розробки інвестиційної стратегії ІСІ

РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ІСІ -  
ЗАКРИТОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ ВАТ «СИНЕРГІЯ»

2.1 Обґрунтування створення ВАТ «Синергія»

2.2 Аналіз інвестиційної стратегії та основних показників діяльності  
інвестиційного фонду ВАТ «Синергія»

2.3 Оцінка якості управління активами інвестиційного фонду ВАТ  
«Синергія»

ВИСНОВКИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

ДОДАТКИ

## ВСТУП

Здійснення глибокої структурної перебудови економіки України вимагає істотного збільшення обсягу інвестицій, активізації інвестиційної діяльності, консолідації всіх джерел інвестування. Економічне зростання, яке спостерігається в Україні, може бути закріплено тільки прискоренням інноваційних перетворень шляхом залучення додаткових інвестицій у наукомісткі технологічні галузі виробництва. З огляду на масштаби економічних реформ, що мають бути здійснені в Україні в процесі структурної перебудови, необхідні значні фінансові ресурси, які не в змозі надати державний бюджет і внутрішні джерела фінансування підприємств. У цих умовах ефективним механізмом, що забезпечує акумулювання і перерозподіл інвестиційних ресурсів шляхом емісії й обігу цінних паперів, повинен виступати національний фондовий ринок.

Інвестиційна діяльність підприємства складається з основних двох напрямків:

- капітальні, або реальні, інвестиції в розвиток матеріального виробництва;
- фінансові, або портфельні, інвестиції в цінні папери підприємства, тобто кредитування підприємства з непрогнозованою (акції) чи прогнозованою (облігації) доходністю.

Курсова робота розроблена згідно теми 8 «Аналіз інвестиційної діяльності підприємства» (розділи «Аналіз доходності облігацій, Аналіз доходності акцій, Аналіз ризику та ефективності управління портфелем фінансових інвестицій») програми дисципліни «Економічний аналіз II» (Методичні вказівки ДУЕП, 2006 рік).

Теоретичні питання інвестиційної діяльності розглянуті в роботах

І.О. Бланка, В.М. Гриньової, В.Г. Золотогорова, О.В. Мертенса, А. Пересади,

А.І. Яковлева, Г. Бірмана, Дж. Гітмана, Дж. Гордона, Д. Джонка, Л.Крушвіца, Ф. Фабоцці, У. Шарпа, С. Шмідта. Питанням оцінювання альтернативних джерел залучення капіталу присвячені роботи В.В. Бочарова, Р. Брейлі,

Є. Брігхема, Ч.Лі, С. Майерса, Дж. Фіннерті. Інноваційні технології на розвинених фондових ринках проаналізовано у роботах В. Бансала, З. Боді,

А. Кейна, Р. Колба, А. Маркуса, Д. Маршала, Дж. Фіннерті. Концептуальні основи залучення інвестицій підприємствами України шляхом емісії цінних паперів викладені в роботах І.О. Бланка, Ю.Я. Кравченка, О.Г. Мендрула,

О.В. Мертенса, О.М. Мозгового, А.А. Пересади.

Актуальність теми курсової роботи полягає в тому, що окрім крупних інвесторів, які здійснюють капітальні інвестиції в розвиток підприємств, суттєвим внутрішнім джерелом фінансових (портфельних) інвестицій у будь-якій країні є заощадження дрібних потенційних інвесторів, а найбільш поширеним та привабливим механізмом їх залучення до різних ланок економіки (державного сектору, корпоративного або банківського) є спільне інвестування як об'єднання коштів багатьох суб'єктів з метою їх розміщення у цінні папери, що є предметом діяльності спеціальних підприємницьких структур - інститутів спільного інвестування.

Предметом курсової роботи є господарсько-правові відносини, які виникають при здійсненні інвестиційними компаніями діяльності по спільному інвестуванню, а також при здійсненні інвестиційними компаніями в якості торговців цінними паперами діяльності по випуску цінних паперів, комісійної та комерційної діяльності по цінних паперах.

Об'єктом дослідження є оцінка ефективності фінансових інвестицій, здійснених за посередництвом інвестиційних фондів та інвестиційних компаній на ринку цінних паперів в Україні.

Метою дослідження є визначення поняття та видів інститутів спільного інвестування, аналіз правового режиму та особливостей їх господарської

діяльності, а також виявлення ефективності фінансового інвестування з використанням посередницьких інвестиційних сертифікатів інвестиційних фондів та інвестиційних компаній на ринку цінних паперів.

Методологія дослідження: в роботі використовуються наступні методи: історичний, аналітичний, раціональний, формально-логічний, порівняльно-правовий, системно-структурний, статистичний, метод порівнянь.

Практична цінність отриманих результатів дипломного дослідження полягає в обґрунтуванні наступних висновків:

1. Існування інститутів спільного інвестування в Україні та успішне застосування ними загальноприйнятих в світі інвестиційних стратегій з реальним обігом та виплатою інвестиційних дивідендів інвесторам – є нове та об'єктивне явище в сучасній Україні, яке суттєво впливає на активізацію фінансового інвестування вільних коштів підприємств в цінні папери інших підприємств виробничої та фінансової сфери.

2. Інвестування коштів підприємств-інвесторів в посередницькі інвестиційні сертифікати ІСІ в Україні на сучасному етапі відродження промисловості та реального зростання випуску продукції є в 7-10 разів дохідніше, ніж традиційне інвестування в банківські депозити (рівень річної дохідності 10–14%), оскільки фонди інвестують кошти в акції первинних виробників, де прибутковість реалізується набагато вище ніж дохідність фінансових посередників.

# РОЗДІЛ 1

## СУТНІСТЬ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ З ВИКОРИСТАННЯМ ПОСЕРЕДНИКІВ - ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

### 1.1 Інвестиції, реальні та фінансові інвестиції

В системі відтворення, безвідносно до його суспільної форми, інвестиціям належить найважливіша роль в справі відновлення і збільшення виробничих ресурсів, а, відповідно, і забезпечення відповідних темпів економічного росту. Якщо уявити суспільне відтворення як систему виробництва, розподілу, обміну та споживання, то інвестиції, головним чином, стосуються першої ланки – виробництва, і, можна сказати, складають матеріальну основу його розвитку.

Саме поняття інвестиції (від лат. Investio - одягаю) значить вкладення капіталу в галузі економіки як в самій країні так і за її межами [12].

Інвестиції – це грошові, майнові, інтелектуальні цінності, які вкладають в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою отримання прибутку. Їх можна робити в основні (будівлі, споруди, машини и й устаткування тощо) та оборотні (для формування виробничих запасів товарно – матеріальних цінностей тощо) фонди, у нематеріальні ресурси й активи (цінні папери. патенти, ліцензії тощо).

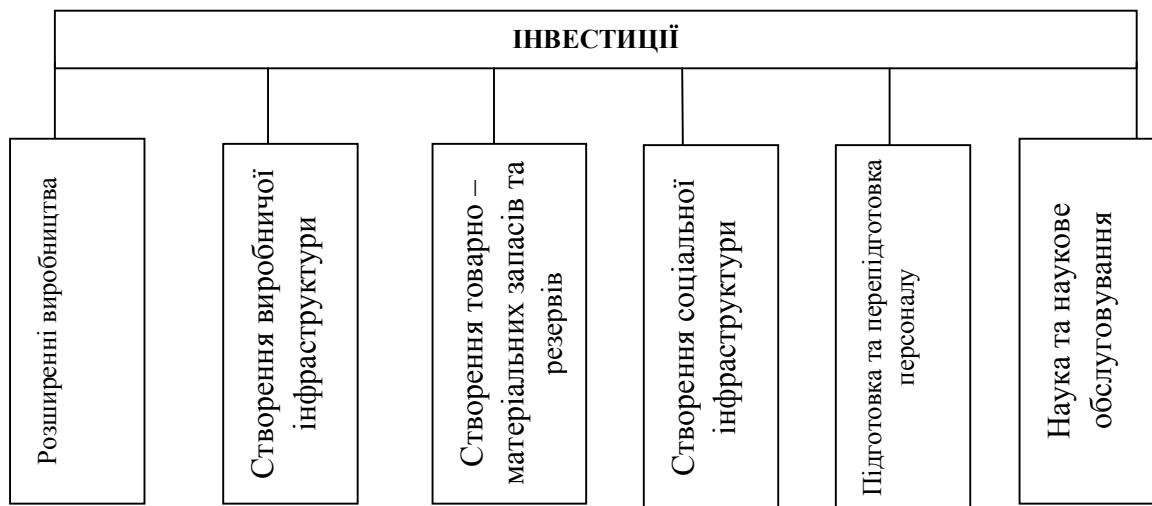
Інвестиції – це те, що “відкладають” на завтрашній день, для того щоб мати можливість більше споживати в майбутньому. Одна частина інвестицій – це споживчі блага, які не застосовуються в поточному періоді, а відкладаються в запас (інвестиції на збільшення запасів). Інша частина – це ресурси, які направляються на розширення виробництва (вклади в споруди, машини то будівлі).

Таким чином, інвестиціями вважаються ті економічні ресурси, які направлені на збільшення реального капіталу суспільства, тобто на

розширення чи модернізацію виробничого апарату. Це може бути пов'язано з придбанням нових машин, будинків, транспортних засобів, а також з будівництвом доріг, мостів та інших інженерних споруд. Сюди також треба включити витрати на освіту, наукові дослідження та підготовку кадрів. Ці витрати представляють собою інвестиції в “людський капітал”, які на сучасному розвитку економіки набувають все більшого і більшого значення, тому що на сам кінець результатом людської діяльності виступають і будинки, і споруди, і машини, і устаткування, і саме головне, основний фактор сучасного економічного розвитку – інтелектуальний продукт, який визначає економічне положення країни в світовій ієрархії держав.

Інвестиції відіграють центральну роль в економічному процесі, вони визначають загальний ріст економіки. В результаті інвестування засобів в економіку збільшуються обсяги виробництва, росте національний прибуток, розвиваються та йдуть в перед в економічній конкуренції галузі та підприємства, що в найбільшому степені задовольняють попит на ті чи інші товари та послуги. Отриманий приріст національного прибутку частково знову накоплюється, проходить подальше збільшення виробництва, процес повторюється безперервно. Таким чином інвестиції, що утворюються за рахунок національного прибутку, в результаті його розподілу, самі обумовлюють його ріст, розширене відтворення. При чому, чим ефективніше інвестиції, тим більше ріст національного прибутку, тим значніші абсолютні розміри накопичення (при даній його частці), які можуть бути знову вкладеними в виробництво. При достатньо високій ефективності інвестицій приріст національного прибутку може забезпечити підвищення частки накопичення при абсолютному рості споживання.

Структуру інвестицій можна показати за допомогою наступної схеми:



**Рис.1.1 Структура інвестицій**

За об'єктами вкладання засобів інвестиції поділяються на реальні та фінансові.

Реальні інвестиції – це вкладання грошових коштів у реальні активи (матеріальні і нематеріальні). Вкладання засобів у нематеріальні реальні активи, пов'язані з НТП, називають інноваційними інвестиціями..

Фінансові інвестиції – це вкладання грошових коштів у різні фінансові активи, передусім у цінні папери для придбання прав на участь у діяльності інших фірм, боргових прав тощо.

За характером участі в інвестуванні бувають прямі та непрямі інвестиції.

Прямі інвестиції – це безпосередня участь інвестора у виборі об'єкта інвестування і вкладанні коштів.

Непрямі інвестиції – це опосередкована участь у виборі об'єкта інвестування і вкладання коштів іншими способами (фінансовими посередниками). Інвестор купує цінні папери фінансових посередників, наприклад, інвестиційні сертифікати інвестиційних компаній.

Крім того, є також коротко термінові і довготермінові інвестиції.

Короткотермінові інвестиції – це вкладення капіталу на період не більше одного року.



Довготермінові інвестиції – це вкладання капіталу на період понад один рік. У практиці великих інвестиційних компаній довготермінові інвестиції деталізують так:

- а) до двох років;
- б) від двох до трьох років;
- в) від трьох до п'яти років;
- г) понад п'ять років.

За формою власності інвестиції поділяються на приватні, державні, іноземні та спільні.

В табл.1.1 наведені основні чинники, яку формують інвестиційний клімат в державі.

Таблиця 1.1

### Чинники, що формують інвестиційний клімат в державі

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ КЛІМАТ	Рівень розвитку продуктивних сил та стан інвестиційного ринку	Стан та структура виробництва
		Рівень розвитку робочої сили
		Стан ринку інвестицій та інвестиційних товарів фондового ринку
	Політична воля влади та правове поле держави	Наявність відповідної законодавчої та нормативної бази
		Досягнення стабільності національної грошової одиниці. Валютне регулювання
		Забезпечення приватизації об'єктів інвестування
	Стан фінансово-кредитної системи та діяльність фінансових посередників	Інвестиційна діяльність банків. Її рівень
		Рівень розвитку та функціонування парабанківської системи
		Інвестиційна політика національного банку. Режим іноземного інвестування
	Статус іноземного інвестора	Діяльність міжнародних фінансово-кредитних інститутів
		Наявність вільних економічних та офшорних зон
		Відносини гласності в державі
	Інвестиційна активність населення	Стан ринку нерухомості
		Виконання державної програми приватизації

У другій половині ХХст. в економіці розвинених країн відбулися радикальні зміни. Вони були пов'язані з бурхливим нарощенням інвестицій і портфельних, зокрема. На місці окремих ізольованих регіональних фінансових ринків виник єдиний міжнародний фінансовий ринок. До традиційного набору фінансових інструментів (іноземна валюта, акції та облігації підприємств, державні облігації) додався постійно зростаючий список нових "похідних" інструментів, таких як депозитарні розписки, форвардні контракти, ф'ючерси на товари, опціони, варанти, фондові індекси, свопи на відсоткові ставки тощо. Ці інструменти дозволяють реалізувати складніші і тонкіші стратегії управління доходністю та ризиком фінансових угод, що відповідають індивідуальним потребам інвесторів, вимогам керуючих активами, спекулянтів та гравців на фінансовому ринку.

Діяльність зі спільного інвестування вважається надзвичайно привабливим і конкурентним бізнесом, суть якого полягає в наданні професійних послуг щодо управління коштами інвесторів.

В розвинених країнах ринку спільного інвестування скоро виповниться 200 років, а в Україні базовий закон, що визначає роботу інститутів спільного інвестування (ІСІ), був прийнятий тільки в 2001 році, а діяльність недержавних пенсійних фондів (НПФ) почалася тільки з кінця 2003 року. Перші компанії по управлінню активами (КУА) і перші інвестиційні фонди отримали ліцензії в кінці 2003 - початку 2004 р..

В Україні відчувається реальний інтерес суспільства до спільного інвестування. Завдяки цьому високі темпи створення спеціальних підприємств – фінансових посередників (компаній з управління активами - КУА, інститутів спільного інвестування - ІСІ, недержавних пенсійних фондів- НПФ) майже не знижуються, незважаючи на проблеми наповнення інститутів надійними активами, незадовільний стан з регуляцією фондового ринку, низьку корпоративну культуру.

Вже сьогодні кількість інвестиційних та пенсійних фондів та компаній з управління активами можна порівняти з їхньою чисельністю в країнах з

більш розвиненою економікою, де значно раніше почалися процеси спільного інвестування.

В Україні у середньому на один інвестиційний фонд припадає близько 7,5 млн. дол. США, то в Росії - більше 9 млн. дол. США, Польщі – більше 117 млн., США – більше 1116 млн. (для зручності порівняння об'єми фондів представлені в одній валюті) (табл. 1.2)

Таблиця 1.2

**Середній розмір фонду спільного інвестування в різних країнах за 2005 р.**

Країна	Середній розмір фонду, млн. дол. США
США	1116,4
Франція	175,6
Німеччина	275,8
Польща	117,7
Росія	9,4
Україна	7,4

Порівнюючи ситуацію в Україні і Росії, де інститути спільного інвестування мають історію вдвічі більшу за українську, слід зазначити, що в Росії за останні 10 років створено 444 фонди, а в Україні за 3 роки – 328. Водночас валовий внутрішній продукт Росії перевищує ВВП України майже в 10 разів. Тобто за кількістю ІСІ в розрахунку на одиницю ВВП ми вже можемо обігнати Росію.

Поки що не стало належним стимулом в перерозподілі вкладень населення між банками і ІСІ більш висока прибутковість ІСІ. На думку Генерального директора УАІБ Є. Григоренка, для цього є кілька причин. В країні, де завжди існували банки, але не було класичних інституційних інвесторів, у населення склався певний стереотип недовіри до невідомого інституту. Крім того, в пам'яті людей живе страх «трастових скандалів» початку 90-х років. В цій частині перерозподіл доходів населення між депозитними внесками і ІСІ в Україні дуже сильно відрізняється від розподілу засобів в інших країнах. (див. табл.1.2). Так, якщо в США вартість

чистих активів в півтора разу перевищує розміри депозитних внесків населення, у Франції – на 18%, якщо в Німеччині активи ІСІ складають 40% суми депозитних внесків, Польщі – 16%, Росії – близько 3%, то в Україні – менше 0,1%.

Таблиця 1.3

**Порівняння чистих активів ІСІ та депозитів фізичних осіб в різних країнах світу станом на 01.01.07 р.**

Країни	ВЧА,млн.дол. США	Депозити фізичних осіб, млн.дол.США	Відношення ВЧА інвестиційних фондів до банківських депозитів фізичних осіб
США	8905174,0	5927879,3	150,23%
Франція	1362671,0	1152089,1	118,28%
Німеччина	296787,0	763331,7	38,88%
Польща	17652,0	112696,4	15,66%
Росія	8280,0	91710,0	2,64%
Україна	9,6	14495,4	0,066%

Динаміка розвитку інвестиційних і пенсійних фондів по їх видах, свідчить, що в країні за короткий проміжок часу вдалося збудувати достатньо широкий спектр послуг на ринку спільного інвестування, орієнтовану на різних інвесторів, їх схильність до ризику. Для України з її населенням, розміром економіки та рівнем заощаджень, наявність більш ніж 460 ІСІ семи різних видів, з яких більше 50 може працювати з населенням, близько 80 НПФ трьох видів, біля 220 КУА – в цілому дозволяє задовольнити потреби і населення, і юридичних осіб в спільному інвестуванні. При цьому динаміка виходу на ринок нових інститутів спільного інвестування фактично не знижується і далі.

## 1.2 Нормативно-правове забезпечення діяльності ІСІ

Особливістю розвитку та функціонування інститутів спільного інвестування в Україні є те, що вони переважно були створені для обслуговування процесів сертифікатної приватизації. Пік активної діяльності інвестиційних фондів та компаній припав на 1997-1998 рр. - період найбільш активної приватизації державних підприємств. Переважна більшість діючих на той час інститутів спільного інвестування – це закриті інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній.

Все це базувалося на Положенні про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, затвердженого Указом Президента України (1994 рік).

Інвестиційні компанії та інвестиційні фонди почали створюватися в Україні після того, як Указом Президента України від 19 лютого 1994 року було затверджене Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Положенням було встановлено організаційно-правові форми підприємництва, які мали діяти у сфері інвестиційного посередництва, передусім – під час «сертифікатної» приватизації державних підприємств. Зокрема, Положенням було визначено такі поняття, як:

- інвестиційна компанія – торговець цінними паперами, який, окрім інших видів діяльності може залучати кошти для здійснення спільного інвестування шляхом емісії цінних паперів та їх розміщення;
- відкритий інвестиційний фонд – фонд, який випускає інвестиційні сертифікати з зобов'язанням перед учасниками щодо їх викупу;
- закритий інвестиційний фонд – фонд, який здійснює випуск інвестиційних сертифікатів без взяття зобов'язань про їх викуп;
- взаємний фонд інвестиційної компанії – філіал, який від імені інвестиційної компанії здійснює спільне інвестування;
- інвестиційний керуючий – торговець цінними паперами, з яким укладено угоду про управління інвестиційним фондом. Положення передбачало, що учасникам інвестиційних фондів в обмін на приватизаційні

майнові сертифікати видаватиметься інвестиційний сертифікат – цінний папір, який випускається виключно інвестиційним фондом або інвестиційною компанією і дає право його власникові на отримання доходу у вигляді дивідендів.

На інвестиційну та фінансову діяльність інвестиційних фондів законодавством встановлювались обмеження, покликані забезпечити інтереси інвесторів. Інвестиційним фондам заборонялося брати кошти в борг – у формі банківських кредитів або випуску облігацій, або розрахунків векселями (крім випадків використання банківського кредиту для викупу відкритим фондом своїх інвестиційних сертифікатів). На інвестиційні фонди поширювався порядок, згідно з яким вони не могли володіти більше ніж 10 % цінних паперів одного емітента<sup>7</sup> або формувати понад 5 % своїх активів з цінних паперів одного емітента (крім державних цінних паперів), а цінні папери в активах інвестиційного фонду повинні були становити не менше 70 %. Особливістю формування інвестиційних фондів в Україні було те, що права засновників і учасників фонду чітко розділялися. Учасники інвестиційного фонду в обмін на приватизаційні майнові сертифікати отримували інвестиційні сертифікати. Законодавством було встановлено, що номінальна вартість одного інвестиційного сертифіката повинна дорівнювати номінальній вартості однієї акції, що належить засновникам.

Окрім заснування інвестиційних фондів у вигляді окремих юридичних осіб, передбачався альтернативний порядок здійснення спільного інвестування. З цією метою інвестиційна компанія мала право заснувати взаємний фонд, провести реєстрацію випуску інвестиційних сертифікатів, опублікувати інвестиційну декларацію та інформацію про випуск нею інвестиційних сертифікатів. Інвестиційна компанія одержувала інвестиційні сертифікати в розмірі, що відповідає вартості майна, переданого нею у взаємний фонд.

На кінець 2000 р. в Україні функціонувало близько 250-ти інвестиційних фондів та інвестиційних компаній. Основною функцією цих

інститутів у попередній період (1994—2000 рр.) була акумуляція коштів (в основному приватизаційних майнових сертифікатів) переважно дрібних інвесторів та здійснення їх наступного інвестування (здебільшого через центри сертифікатних аукціонів) в акції акціонерних товариств, створених на базі колишніх державних підприємств у процесі приватизації, та управління інвестиційним портфелем.

Однак перехід країни до ринкових відносин вимагав створення фондів нового зразка, що дозволило посилити роль інститутів спільного інвестування в інвестиційних процесах в Україні, створити надійний і в той же час більш простий механізм залучення коштів юридичних та фізичних осіб, забезпечити їх діяльність відповідно до світової практики та стандартів. Тобто, в таких умовах ринку інвестору слід було запропонувати таку фінансову послугу, в якій він має потребу, відмінну від того, що його пропонують конкуренти, зрештою, послугу кращу за якістю у порівнянні з конкурентами.

15 березня 2001 року Верховна рада України прийняла Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди”) № 2299-III [1]. Цей Закон визначає Інститути спільного інвестування як окрему організаційно-правову форму діяльності, пов’язану з об’єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів та нерухомість. Основними організаційними формами інститутів спільного інвестування є корпоративні та пайові інвестиційні фонди. Відмінності цих форм полягають у тому, що інвестор корпоративних інвестиційних фондів потенційно має можливість впливати на процеси, що відбуваються у фонді.

Одна з привабливих сторін інститутів спільного інвестування полягає в тому, що вони бувають різних видів, що дозволяє інвестору вибрати об’єкт інвестування під власні можливості та вимоги.

Згідно ст.4 Закону № 2299-III, інститути спільного інвестування можуть бути [1]:

- відкритого, інтервального та закритого типів;
- строковим та безстроковим;
- диверсифікованим та недиверсифікованим (в залежності від механізмів формування і структури активів).

Учасниками механізму спільного інвестування є інститути спільного інвестування та компанії з управління активами.

Інститут спільного інвестування – корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який веде діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладання їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість.

Компанія з управління активами – господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інститутів спільного інвестування на підставі ліцензії, що видається Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР).

Інвестиційні фонди можуть бути строковими чи безстроковими: строковий фонд створюється на певний термін, встановлений у проспекті емісії, після закінчення якого такий фонд ліквідується або реорганізується; безстроковий фонд створюється на невизначений термін.

Інвестиційні фонди поділяються на фонди відкритого, інтервального та закритого типу:

- інвестиційний фонд вважається фондом відкритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання в будь-який час на вимогу інвесторів викупити цінні папери, емітовані цим фондом (або компанією з управління його активами). Дивіденди за цінними паперами інвестиційного фонду відкритого типу не нараховуються і не сплачуються. Активи відкритого фонду повинні бути диверсифіковані згідно з вимогами законодавства. При проведенні відкритої підписки на акції відкритого фонду не менше 10 % активів повинні утримуватися в грошових коштах, які зберігаються на спеціальних депозитних рахунках;



- інвестиційний фонд вважається фондом інтервального типу, якщо він (або компанія з управління його активами) бере на себе зобов'язання на вимогу інвесторів викупити цінні папери, емітовані цим фондом (або компанією з управління його активами), протягом обумовленого у проспекті емісії строку, але не рідше одного разу на рік. Дивіденди по цінних паперах такого фонду не сплачуються. На такі фонди поширюються вимоги щодо диверсифікації активів та ліквідності, встановлені для фондів відкритого типу;

- інвестиційний фонд вважається фондом закритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язання викупувати цінні папери, емітовані цим фондом (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації чи ліквідації. Фонд закритого типу може бути лише строковим.

Інвестиційний фонд може бути диверсифікованого або недиверсифікованого виду. Фонд вважається диверсифікованим, якщо 1) кількість цінних паперів одного емітента в активах фонду не перевищує 10 % загального обсягу їх емісії; 2) загальна сума пакетів цінних паперів одного емітента, які містять кількість, більшу ніж 5 % загального обсягу емісії на момент їх придбання, не перевищує 40 % вартості чистих активів фонду; 3) активи фонду не менше ніж на 80 % складаються з грошових коштів, ощадних сертифікатів, облігацій підприємств і місцевих позик, державних цінних паперів, а також цінних паперів, що допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі.

Диверсифікованим фондам забороняється:

- тримати на поточних і депозитних рахунках, в ощадних сертифікатах та облігаціях, емітованих комерційними банками, більше ніж 30 % загальної вартості активів фонду;

- володіти цінними паперами одного емітента на суму, яка перевищує 5 % загальної вартості активів фонду;

- володіти державними цінними паперами в сумі, що перевищує 25 % загальної вартості активів фонду;
- володіти облігаціями органів місцевого самоврядування в сумі, що перевищує 10 % загальної вартості активів фонду;
- володіти облігаціями українських емітентів (крім комерційних банків) на суму, що перевищує 20 % загальної вартості активів фонду;
- володіти акціями українських емітентів-резидентів України (крім комерційних банків) на суму, що перевищує 40 % загальної вартості активів фонду;
- володіти цінними паперами, доходи за якими гарантовано урядом іноземної держави, на суму, що перевищує 10 % загальної вартості активів фонду;
- володіти акціями та облігаціями, емітованими нерезидентами, які котируються на організованих фондових ринках іноземних держав, на суму, що перевищує 20 % загальної вартості активів фонду.

Якщо фонд не відповідає переліченим вище вимогам щодо диверсифікації активів, він вважається недиверсифікованим.

Законом встановлено також загальні обмеження щодо формування активів, які стосуються всіх інститутів спільного інвестування. Таким інститутам забороняється володіння: 1) цінними паперами, емітованими компанією з управління активами, зберігачем, реєстратором та аудитором (аудиторською фірмою) цього інституту спільного інвестування та пов'язаними особами; 2) цінними паперами, емітованими нерезидентами, які допущені до котирування менше ніж на двох організованих фондових майданчиках; 3) акціями чи інвестиційними сертифікатами інших інститутів спільного інвестування; 4) векселями та ощадними сертифікатами на суму понад 10 % вартості активів інституту спільного інвестування.

Венчурними вважаються недиверсифіковані фонди закритого типу, які здійснюють виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи яких більше ніж на 50 % складаються з корпоративних

прав та цінних паперів, що не котируються на торгах фондової біржі або торговельно-інформаційної системи. До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання емітентів, частка в корпоративних правах яких входить до складу активів цього фонду. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, облігаціями (в тому числі конвертованими) та договорами позики. Надання позик третім особам за рахунок грошових коштів венчурного фонду не дозволяється. Учасниками венчурного фонду можуть бути лише юридичні особи.

Залежно від організаційної форми інвестиційні фонди поділяються на корпоративні та пайові.

Корпоративний інвестиційний фонд – це інститут спільного інвестування, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства відкритих акціонерних товариств і здійснює виключну діяльність зі спільного інвестування. Правовстановлюючими документами при створенні корпоративного інвестиційного фонду є статут і регламент. Статут корпоративного інвестиційного фонду, крім стандартних положень, передбачених Законом України «Про господарські товариства» [5] для відкритих акціонерних товариств, має також містити відомості про його тип (відкритий, інтервальний чи закритий) та вид (диверсифікований, недиверсифікований). У регламенті корпоративного інвестиційного фонду обов'язково наводиться інформація щодо:

- умов, за яких може бути проведена заміна компанії з управління активами або зберігача, та порядку проведення такої заміни із зазначенням дій, спрямованих на захист прав акціонерів;

- порядку визначення вартості чистих активів та ціни розміщення (викупу) акцій;

- розміру винагороди та/або покриття витрат, пов'язаних із діяльністю фонду, що можуть бути сплачені компанії з управління активами фонду;

- порядку розподілу прибутку;

- порядку та строків викупу корпоративним інвестиційним фондом своїх акцій на вимогу інвесторів;
- напрямків інвестицій (інвестиційна декларація);
- мінімальної вартості договорів (угод) щодо активів фонду, укладених компанією з управління активами, які підлягають затвердженню спостережною (наглядовою) радою фонду.

Регламент корпоративного інвестиційного фонду затверджується засновниками одночасно зі статутом. Зміни до регламенту затверджуються загальними зборами акціонерів. Регламент і зміни до нього підлягають реєстрації в державній комісії з цінних паперів і фондового ринку. Відкрита підписка на акції проводиться після реєстрації фонду в реєстрі інститутів спільного інвестування. Корпоративні інвестиційні фонди інтервального або відкритого типу після реєстрації в реєстрі розміщують свої акції за ціною, що становить вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію. Особливістю розміщення (відкритої підписки на акції) корпоративного інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу є те, що на відміну від відкритих акціонерних товариств термін відкритої підписки не обмежується.

У процесі діяльності корпоративним інвестиційним фондам забороняється випуск облігацій та боргових цінних паперів (векселів); отримання кредитів на суму, що перевищує 10 % активів фонду; розміщення акцій за цінами, нижчими за вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію. Грошові кошти корпоративного інвестиційного фонду зараховуються на його власний рахунок у банку. Управління активами корпоративного інвестиційного фонду здійснює компанія з управління активами, яка зобов'язана діяти від імені та в інтересах корпоративного інвестиційного фонду на підставі договору про управління активами. Такий договір укладається на термін, що не перевищує трьох років, і його дія може бути продовжена тільки за рішенням загальних зборів акціонерів фонду.

Особливості управління такими фондами полягають у тому, що управління в корпоративному інвестиційному фонді не обирається. Загальні

збори акціонерів обирають членів спостережної (наглядової) ради, яка здійснює контроль за діяльністю компанії з управління активами. Засідання наглядової ради мають проводитися не рідше одного разу на квартал. Наглядова рада також уповноважена законом укладати та розривати договори з компанією з управління активами, зберігачем, затверджувати договори з реєстратором, незалежним аудитором фонду та оцінювачем майна.

З досвіду інших країн відомо, що в разі колективного інвестування захистити кошти інвесторів від несумлінного використання чи помилок компанії з управління можна лише шляхом розподілу довіри між двома особами – виконавцем (компанією з управління) та незалежним контролером (спеціалізованим зберігачем). В Україні додатковий контроль зобов'язаний здійснювати зберігач фонду. Зберігач має виконувати розпорядження компанії з управління активами, якщо вони не суперечать законодавству або регламенту. Зберігач має контролювати діяльність компанії з управління активами щодо порядку розрахунку вартості чистих активів, розміщення та викупу цінних паперів інвестиційного фонду, використання прибутків, отриманих інвестиційним фондом. Про результати перевірки зберігач надає інформацію спостережній (наглядовій) раді корпоративного інвестиційного фонду в порядку, встановленому договором.

Пайовий інвестиційний фонд – це активи, що належать інвесторам за правом спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності.

Пайовий інвестиційний фонд створюється компанією з управління активами. Для створення такого фонду компанія з управління активами повинна розробити та зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку регламент інвестиційного фонду, укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі та організувати

продаж інвестиційних сертифікатів фонду шляхом відкритої підписки або шляхом їх приватного розміщення.

Термін відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується. Приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється в порядку, встановленому компанією з управління активами.

Згідно з законодавством пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою. Грошові кошти пайового інвестиційного фонду зараховуються на окремий рахунок компанії з управління активами в банку окремо від власних коштів компанії з управління активами та коштів інших пайових інвестиційних фондів.

Функціонування пайового інвестиційного фонду регулюється виключно регламентом (такий фонд працює без статуту).

На відміну від корпоративного інвестиційного фонду інвестори пайового фонду не набувають прав, установлених законом для акціонерів. Замість поняття «акціонер» використовується поняття «учасник». Учасником пайового інвестиційного фонду є інвестор, який придбав інвестиційний сертифікат цього фонду.

Фактично пайовий інвестиційний фонд є інвестиційним портфелем, сформованим компанією з управління активами від свого імені за рахунок коштів учасників, тобто фактично має місце довірче управління коштами, сплаченими за інвестиційні сертифікати. При цьому довірче управління має не індивідуальний характер, як у класичних трастах, а є колективним. Право власності на інвестиційний портфель належить учасникам фонду на правах колективної власності лише частково – а саме як право володіння. Право розпоряджатися активами фонду з певними обмеженнями, встановленими інвестиційною декларацією, передається компанії з управління активами.

Укладаючи договори, предметом яких є активи пайового інвестиційного фонду, компанія з управління активами діє від свого імені, про що вона обов'язково інформує третіх осіб.

Учасники пайового інвестиційного фонду, кошти спільного інвестування якого залучені шляхом приватного розміщення інвестиційних сертифікатів, мають право створювати спостережну (наглядову) раду для нагляду за виконанням інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів, проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду.

Компанії з управління активами є спеціалізованими компаніями з управління активами інститутів спільного інвестування, що здійснюють виключно цей вид діяльності. Поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів забороняється. З метою захисту прав акціонерів або учасників інвестиційних фондів законом встановлено обмеження та вимоги щодо діяльності таких компаній.

Компаніям з управління активами не дозволяється:

- витрачати кошти інвестиційних фондів на цілі, не передбачені проспектом емісії цінних паперів цих фондів, або безоплатно відчужувати активи таких фондів;

- отримувати кредити на користь і за рахунок фонду в сумі, що перевищує 10 % вартості чистих активів такого фонду, або на термін більший, ніж три місяці, при цьому кредити можуть отримуватися лише з метою викупу акцій або інвестиційних сертифікатів, випущених фондом.

Статтею 31 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [1] встановлено, що винагорода компанії з управління активами встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів інститутів спільного інвестування. Положення про склад і розмір витрат, що пов'язані з виконанням компанією з управління активами її функцій та відшкодовуються за рахунок активів інститутів спільного інвестування, затверджується Державною комісією з цінних паперів і фонд управління активами в банку окремо від власних коштів компанії з управління активами та коштів інших пайових інвестиційних фондів.

### 1.3 Основні засади розробки інвестиційної стратегії ІСІ

Традиційний підхід в інвестуванні, що переважав до появи сучасної теорії портфельних інвестицій, мав два суттєві недоліки. По-перше, в ньому основна увага приділялася аналізу поведінки окремих активів (акцій, облігацій). По-друге, основною характеристикою активу в ньому була виключно дохідність, тоді як інший фактор - ризик - не отримував чіткої оцінки при інвестиційних рішеннях. Нинішній рівень розробки теорії портфельних інвестицій долає ці недоліки. Таким сформованим підходом, фактично, завершився тривалий період (ще з кінця 20-х років ХХст.), який названий у фінансовій теорії первинним етапом розвитку теорії інвестицій.

Сучасна теорія портфельних інвестицій бере свій початок з невеликої статті Гаррі Марковіца "Вибір портфеля" (1952) [68]. У ній він запропонував математичну модель формування оптимального портфеля цінних паперів, а також ним були приведені методи побудови таких портфельів за певних умов. Розглянувши загальну практику диверсифікації портфелю, він показав, як інвестор може знизити ризик портфелю шляхом вибору некорельованих акцій.

У інвестора існує  $n$  можливостей використання засобів, кожна з яких при-несе відповідно  $\xi_1, \xi_2, \dots, \xi_n$  гривень доходу в розрахунку на 1 гривню вкла-день. Найбільш істотною проблемою для ухвалення рішення є те, що величини  $\xi_I$  у загальному випадку випадкові, тобто яким саме буде доход, заздалегідь не-відомо.

Головним припущенням, що прийняв Гаррі Марковиц, аналізуючи цю задачу, було те, що для інвестора при оцінці альтернативних рішень, важливи-ми є тільки два параметри кожного з них : перший з них – очікувана прибутко-вість інвестицій :

$$\mu_I = E^*\xi_I \quad (1.1)$$



де:  $E$  – математичне чекання,

а другий – стандартне відхилення прибутковості, як показник, що харак-теризує ризик прийнятого рішення :

$$\sigma_i = \sqrt{D * \xi_I} \quad (1.2)$$

де  $D$  – дисперсія.

Іншим, не менш важливим припущенням, є наступне: інвестор не обов'язково повинний вибрати якийсь одне рішення, він може вибрати будь-яку комбі-націю можливих інвестицій, розподіляючи своє багатство по різних напрямках вкладень (диверсифікуючи інвестиції). Сформовану в такий спосіб комбінацію інвестицій – називають інвестиційним портфелем.

Основною заслугою Г.Марковіца є запропонована у статті теоретико-імо-вірнісна формалізація поняття дохідності та ризику. В його моделі для вираху-вання співвідношення між ризиком інвестицій та їхньою очікуваною дохідніс-тю використовується розподіл імовірностей. Очікувана дохідність портфеля цінних паперів визначається як середнє значення розподілу ймовірностей, а ризик - як стандартне відхилення можливих значень дохідності від очікуваного.

Вплив портфельної теорії Г.Марковіца значно посилився після появи в кінці 50-х - на початку 60-х років праць Дж.Тобіна з аналогічних тем [59]. Тут слід відмітити деякі відмінності між підходами Г.Марковіца і Дж.Тобіна. Підхід Г.Марковіца лежить у руслі мікроекономічного аналізу, оскільки він акцентує увагу на поведінці окремого інвестора, який формує оптимальний, з його точки зору, портфель на основі власної оцінки дохідності й ризику вибраних активів. До того ж початково модель Г.Марковіца стосувалася в основному портфеля акцій, тобто ризикових активів.

Дж.Тобін також запропонував включити в аналіз безризикові активи, на-приклад, державні облигації. Його підхід є, по суті, макроекономічним, оскільки основним об'єктом його вивчення є розподіл сукупного капіталу в

економіці на дві його форми: готівкову (грошову) і неготівкову (у вигляді цінних паперів).

При комбінації ризикованих і безризикових інвестицій, якщо існує ставка прибутковості, перед інвестором постає задача розподілу інвестицій між деяким ризикованим активом (портфелем активів) з очікуваним доходом  $m_p$  і стандартним відхиленням  $s_p$ , і безризиковим вкладенням засобів по ставці  $m_0$ , причому  $m_p > m_0$ .

Нехай  $x_p$  – частка багатства, вкладена в ризикований напрямок,  $x_0$  – частка, інвестуєма по безризиковій ставці. Позначимо прибутковість загального портфеля через  $m'_p$ :

$$m'_p = x_p m_p + x_0 m_0. \quad (1.3)$$

Ризик (стандартне відхилення прибутковості) загального портфеля  $s'_p$  буде дорівнює (з огляду на, що стандартне відхилення константи дорівнює нулю):

$$s'_p = \sqrt{x_p^2 s_p^2 + x_0^2 \cdot 0} = |x_p s_p| \quad (1.4)$$

Акцент у працях Г.Марковіца робився не на економічному аналізі вихідних постулатів теорії, а на математичному аналізі їхніх наслідків та розробці алгоритмів розв'язку оптимізаційних задач. У підході Дж.Тобіна основною темою стає аналіз факторів, що змушують інвесторів формувати портфелі активів, а не тримати капітал в якійсь одній, наприклад готівковій, формі. Крім того, Дж.Тобін проаналізував адекватність кількісних характеристик активів і портфелів, що складають вихідні дані в теорії Г.Марковіца. Можливо, тому Дж.Тобін одержав Нобелівську премію на дев'ять років раніше, ніж Г.Марковіц(1990).

З 1964р. появляються нові праці, що відкрили наступний етап в інвестиційній теорії, який пов'язаний з так званою моделлю оцінки

капітальних акти-вів, або CAPM (з англ.: capital asset pricing model). Учнем Г.Марковіца У.Шарп-пом була розроблена модель ринку капіталів [69]. Формулюючи її, він розумів, що абсолютно надійних акцій або облігацій не буває. Всі вони тією чи іншою мірою пов'язані з ризиком для корпорації: вона може отримати великий дохід або залишитися без нічого. Розвиваючи підхід Г.Марковіца, У.Шарп поділив теорію портфеля цінних паперів на дві частини. Перша - систематичний (або ринковий) ризик для активу акцій, друга - несистематичний. Для звичайної акції систематичний ризик завжди пов'язаний зі змінами вартості цінних паперів, які обертаються на ринку. Іншими словами, дохідність однієї акції постійно коливається біля середньої дохідності всього активу цінних паперів. Цього ніяк не уникнути, бо діє сліпий механізм ринку.

Несистематичний ризик пов'язаний з впливом усіх інших факторів, специфічних для корпорації, яка випускає в обіг цінні папери. Визначивши спеціальні коефіцієнти реакції цін акцій чи облігацій на зміни ринкової кон'юнктури (знамениті "альфа" і "бета" [50]), У.Шарп розробив формулу розрахунку порівняльного ступеня ризику цінних паперів на основі "лінії ефективності ринку позикового капіталу":

1. Для визначення потрібної норми прибутку акції використовується модель оцінки капітальних активів (CAPM) :

$$K = R_f + b * (K_m - R_f) \quad (1.5)$$

де – K – потрібна норма прибутку акції, %

Rf – ринкова безризикова норма прибутку, %

(Km-Rf) – ринкова премія за ризик;

Km – потрібна норма прибутку середньої акції або "ринку", %

β - бета-коефіцієнт ризику акції, в частках одиниці

β\*(Km - Rf) – премія за ризик акції, %

β - бета-коефіцієнт ризику акції розраховується за формулою :

$$b = \frac{\sigma^2}{\sigma_m^2} \quad (1.6)$$

де величини  $\sigma$  та  $\sigma_m$  - характеристики ризику індивідуальної акції та „середньої” акції ринку цінних паперів.

При цьому реальною моделлю функціонування цінних паперів є твердження, що підвищеному ризику повинна відповідати і підвищена норма очікуємої прибутковості цінного паперу.

Так інтерпретація  $\beta$  - бета-коефіцієнт ризику акції є наступною :

$\beta = 1$  – означає, що індивідуальна акція має середню ступінь ризику, яка склалася на ринку цінних паперів в цілому ;

$\beta < 1$  – означає, що індивідуальна акція має ступінь ризику, нижче тієї, яка склалася на ринку цінних паперів в цілому ;

$\beta > 1$  – означає, що індивідуальна акція має середню ступінь ризику вище тієї, яка склалася на ринку цінних паперів в цілому ;

Ринкова безризикова норма прибутку  $R_f$  в разі врахування інфляційних процесів (трендова характеристика ринку ЦП у часі) представляється в вигляді:

$$R_f = RR_f + IP \quad (1.7)$$

де  $RR_f$  – реальна або безінфляційна норма прибутку ;

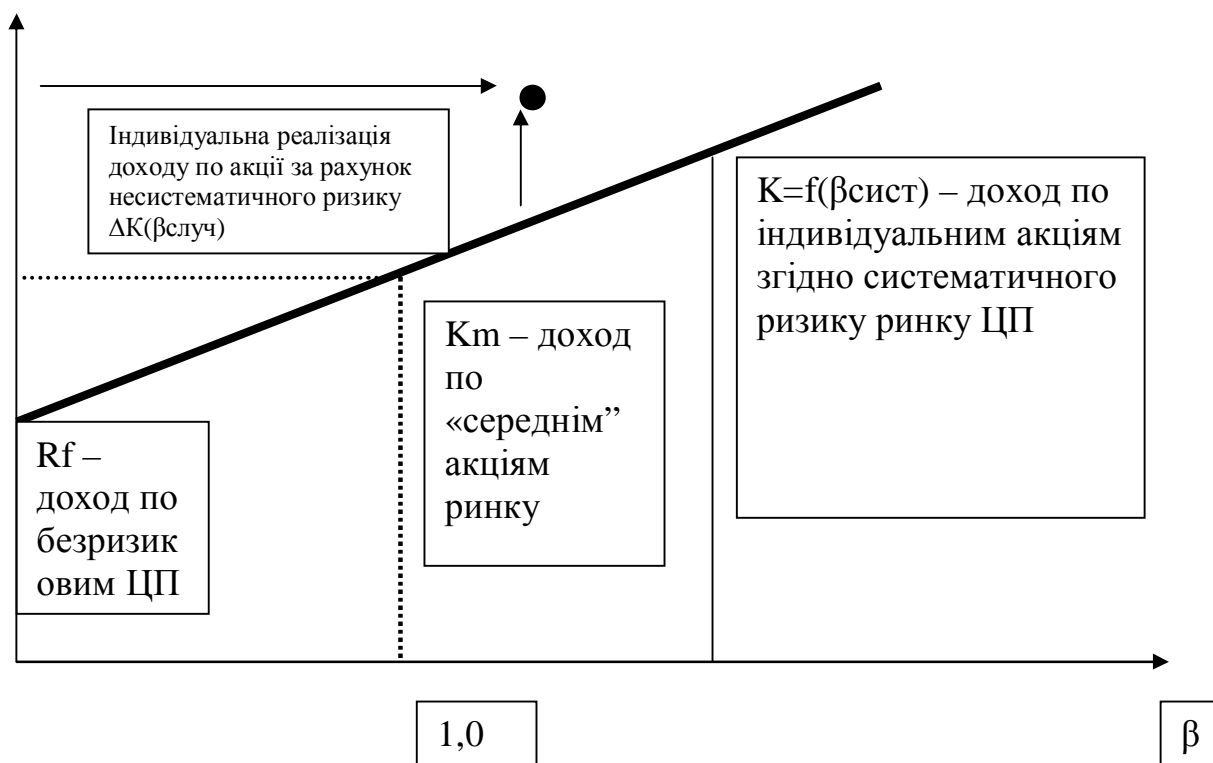
$IP$  – інфляційна премія, яка змінюється згідно з прогнозованим рівнем інфляції;

Модель CAPM (формула 1.5), використовуючі опорні терміни безризико-вої ставки доходності по державним цінним паперам, бета-коефіцієнт відносної чутливості систематичного ризику, дозволяє розраховувати очікуєму доходність індивідуальних цінних паперів. При цьому бета-коефіцієнт виступає в ролі індикатора перерахування відносного

підвищеного чи зниженого ризику у додаткову доходність (збитковість) індивідуальних цінних паперів відносно доходності „середніх” акцій ринку, виділяючи категорії:

- безризикові державні папери ( $\beta = 0$ );
- „середня акція” ринку цінних паперів ( $\beta = 1$ );
- індивідуальна акція ( $\beta = VAR$ );

Показник  $(K_m - R_f)$  в формулі моделі CAPM має наглядну інтерпретацію, яка представляється у підвищеному доході ринкових ризикових цінних паперів  $K_m$  відносно доходності безризикових (державних) цінних паперів ринку  $R_f$  (Рис.1.1)



**Рис. 1.1. Графічна інтерпретація моделі „Ризик – Доходність цінних паперів”(CAPM) – лінія ринку цінних паперів [50]**

Важливим моментом систематичного ризику є те, що збільшення кількості акцій чи облігацій не спроможне ліквідувати його. Однак зростаюча купівля цінних паперів може призвести до усунення несистематичного ризику. Звідси виходить, що вкладник не може уникнути

ризик, пов'язаного з коливанням кон'юнктури фондового ринку. Завдання, що стоїть при формуванні портфеля паперів, полягає у зменшенні ризику шляхом придбання різних цінних паперів. І робиться це таким чином, щоб фактори, специфічні для окремих корпорацій, врівноважували один одного. Завдяки цьому дохідність портфеля наближається до середньої для всього ринку.

Висновки У.Шарпа стали відомими як моделі оцінки довгострокових активів, котрі базуються на передбаченні, що на конкурентному ринку очікувана премія за ризик змінюється прямо пропорційно коефіцієнтові "бета". Іншими словами, цей економіст розвинув положення Г.Марковіца в плані вибору оптимальних інвестиційних портфельів і його науковий внесок в портфельну теорію стисло сформульований в наступних принципах:

1. Інвестори віддають перевагу високо очікуваній дохідності інвестицій і низькому стандартному відхиленню. Портфельі звичайних акцій, які забезпечують найвищу очікувану дохідність за даного стандартного відхилення, називаються ефективними портфельями.

2. Якщо ви хочете знати граничний вплив акції на ризик портфеля, то ви повинні враховувати не ризик акції самої по собі, а її внесок у ризик портфеля. Цей внесок залежить від чутливості акції до змін вартості портфеля. Чутливість акції до змін вартості ринкового портфеля позначається показником "бета". Значить, "бета" вимірює також внесок акції в ризик ринкового портфеля.

3. Якщо інвестори можуть брати позики або надавати кредити за безризиковою відсотковою ставкою, тоді їм слід завжди мати комбінацію безризикових інвестицій і портфель звичайних акцій. Склад такого портфеля акцій залежить тільки від того, як інвестор оцінює перспективи кожної акції, а не від його відношення до ризику. Якщо інвестори не мають якоїсь додаткової інформації, то їм слід тримати такий же портфель акцій, як і в інших, - інакше кажучи їм слід тримати ринковий портфель цінних паперів.

Зараз модель Г.Марковіца використовується в основному на першому етапі формування портфелю активів при розподілі інвестованого капіталу по різних типах активів: акціях, облігаціях, нерухомості, тощо. Однофакторна модель У.Шарпа використовується на другому етапі, коли капітал, інвестований у певний сегмент ринку активів, розподіляється між окремими конкретними активами, що складають вибраний сегмент (тобто по конкретних акціях, облігаціях, тощо).

Основним результатом CAPM стало встановлення співвідношення між доходністю і ризиком активу для рівноважного ринку. При цьому важливим виявляється той факт, що при виборі оптимального портфеля інвестор повинен враховувати не "увесь" ризик, що зв'язаний з активом (ризик за Г.Марковіцем), а тільки частину його, що названа систематичним, або недиверсифікованим ризиком. Ця частина ризику активу тісно пов'язана з загальним ризиком ринку в цілому і кількісно представлена коефіцієнтом "бета", введеним У.Шарпом у його моделі. Інша частина (так званий несистематичний, або диверсифікований ризик) ліквідується вибором відповідного (оптимального) портфеля. Характер зв'язку між доходністю і ризиком має лінійну залежність, і тим самим звичне практичне правило "велика доходність - означає, великий ризик" отримує точне аналітичне виведення.

Класична портфельна теорія пройшла три етапи свого розвитку. Перший етап - первинний - розробка математичних основ для портфельної теорії. Наступні два - це сучасна теорія портфельних інвестицій: другий етап - створення теорії ринкового портфеля у працях Г.Марковіца, Дж.Тобіна, У.Шарпа; третій етап - формування на основі теорії ринкового портфеля теорії оптимального портфеля у працях Ф.Модільяні, М.Міллера, Ф.Блека, М.Скоулза, Р.Мертонна.

М.Скоулз і Ф.Блек здійснили подальший прорив у цій галузі, розробивши метод визначення вартості опціону, що не потребує використання конкретної величини премії за ризик. Це, проте, не означає, що

премії за ризик немає: прос-то її включено у ціну акції. Саме цю ідею обое вчених вперше обгрунтували у праці "Ціноутворення на опціони і пасиви корпорацій" (1973р.). У цей період вони тісно співпрацювали з Р.Мертоном, який також займався проблемою оцінки опціонів. Він вніс ряд пропозицій, що покращували згадану статтю. Зокрема, погоджуючись з припущенням безперервності здійснення операцій з опціонами і акціями, запропонував підтримувати між ними таке співвідношення, яке є пов-ністю безризиковим. Він придумав важливе узагальнення, згідно якому ринкова рівновага не є обов'язковою умовою для оцінки опціону, будучи достатньою умовою для неї, якщо не існує можливостей здійснення арбітражних операцій.

Основні висновки, до яких прийшли автори сучасної теорії портфельних інвестицій можна сформулювати наступним чином:

а) Ефективну множинність містять ті портфелі, які одночасно забезпечують і максимально очікувану дохідність за фіксованого рівня ризику, і міні-мальний ризик при заданому рівні очікуваної дохідності;

б) Передбачається, що інвестор вибирає оптимальний портфель із портфельів, що складають ефективну множинність.

в) Оптимальний портфель інвестора ідентифікується з точкою зіткнення кривих байдужості інвестора з ефективною множинністю.

г) Диверсифікація звичайно приводить до зменшення ризику, оскільки стандартне відхилення портфеля у загальному випадку буде меншим, ніж середньозважені стандартні відхилення цінних паперів, що складають портфель.

Співвідношення дохідності цінного паперу і дохідності на індекс ринку відоме як ринкова модель.

д) Дохідність на індекс ринку не відображає дохідності цінного паперу сповна. Непояснені елементи включаються у випадкову погрішність ринкової моделі. У відповідності з ринковою моделлю загальний ризик цінного паперу складається із ринкового ризику і власного ризику.



е) Диверсифікація приводить до усереднення ринкового ризику. Диверсифікація може значно знизити власний ризик.

Таким чином можна сформулювати основні постулати, на яких побудована сучасна теорія портфельних інвестицій:

1. Ринок складається з кінцевого числа активів, дохідності яких для заданого періоду вважаються випадковими величинами.

2. Інвестор в стані, наприклад, виходячи з статистичних даних, отримати оцінку очікуваних (середніх) значень дохідностей та їхніх попарних коваріацій - ступенів можливості диверсифікації ризику.

3. Інвестор може формувати різні допустимі (для даної моделі) портфелі. Дохідності портфелів є також випадковими величинами.

4. Порівняння портфелів, що вибираються ґрунтується тільки на двох критеріях - середній дохідності та ризику.

5. Інвестор не схильний до ризику в тому сенсі, що з двох портфелів з однаковою дохідністю він обов'язково віддасть перевагу портфелю з меншим ризиком.

6. Центальною проблемою в теорії портфельних інвестицій є вибір оптимального портфелю, тобто визначення набору активів з найвищим рівнем дохідності за найменшого чи заданого рівня інвестиційного ризику. Такий підхід "багатомірний" як за числом залучених в аналіз активів, так і за врахованими характеристиками.

У процесі управління портфелем фінансових інвестицій вирішуються такі завдання:

- забезпечення надійності вкладень;
- підвищення дохідності інвестицій;
- збільшення ринкової вартості вкладень;
- забезпечення ліквідності фінансових інвестицій

На надійність фінансових інвестицій впливають систематичні (ринкові) і несистематичні (портфельні) ризики. Незважаючи на те, що в умовах

політич-ної нестабільності й спаду виробництва систематичний ризик фінансових вкла-день дуже високий, засобів захисту від нього практично не існує. І навпаки, портфельний ризик можна зменшити за допомогою диверсифікації та страху-вання. До специфічних методів внутрішнього страхування фінансових ризиків можна віднести формування спеціального страхового резерву з високонадійних цінних паперів.

Збільшити дохідність фінансових інвестицій можна шляхом умілого ма-неврування між ризиком і дохідністю цінних паперів, включення в інвести-ційний портфель тих цінних паперів, норма поточної дохідності яких прийнят-на для інвестора і відповідає меті формування його портфеля.

Ринкова вартість портфеля цінних паперів залежить від загальної кон'юн-ктури фондового ринку, а також від співвідношення між попитом і пропозицією окремих фондових інструментів. Відповідно до теорії асиметричної інформації ринкова ціна цінних паперів компанії зростає у випадку, коли інвесторам над-ходить інформація про збільшення обсягів її інвестиційної діяльності, збіль-шення величини дивідендів, підготовку до наступного випуску акцій тощо.

Забезпечення ліквідності фінансових інвестицій є важливою передумо-вою інфляційного захисту вкладень та їх своєчасної трансформації у грошові активи. Ліквідність за облігаціями та ощадними сертифікатами пов'язана з пері-одом їх погашення, а за акціями та інвестиційними сертифікатами залежить від попиту на фондовому ринку. Для підтримки високої ліквідності інвестиційного портфеля потрібно більш детально оцінювати інвестиційні якості цінних папе-рів і включати в портфель лише ті інструменти, ліквідність яких не викликає сумніву.

Таким чином, основна мета управління фінансовими інвестиціями поля-гає у забезпеченні оптимального співвідношення між дохідністю, ризиком і ліквідністю цінних паперів відповідно до обраного типу інвестиційного порт-феля.

Під інвестиційним портфелем розуміють сукупність інструментів, відібраних для вкладення коштів відповідно до стратегічних настанов інвестора.

Залежно від мети інвестиційної діяльності можна виділити портфель до-ходу, портфель росту і портфель мінімізації пов'язаних з інвестуванням ризиків.

Портфель росту передбачає орієнтацію інвестора на збільшення його ринкової вартості шляхом включення фінансових інструментів, ринкова ціна яких має тенденцію до постійного (або стабільного) зростання. Зрозуміло, що ризик, пов'язаний з таким портфелем, дуже високий.

Портфель доходу формується за рахунок цінних паперів, які забезпечують інвесторам високі поточні доходи. Такий портфель також є досить ризико-вим.

Портфель мінімізації ризиків формується за рахунок тих фінансових інструментів, які в першу чергу забезпечують надійний інфляційний захист та високу ліквідність при невисокому рівні доходу.

Портфель мінімізації ризиків формується за рахунок тих фінансових інструментів, які в першу чергу забезпечують надійний інфляційний захист та високу ліквідність при невисокому рівні доходу.

Залежно від міри досягнення мети інвестування інвестиційний портфель може бути:

- збалансований (сформований з фінансових інструментів, які повністю відповідають меті його формування);
- не збалансований (включені в портфель інструменти суперечать меті його формування);
- розбалансований (портфель, який раніше був збалансованим, але через зміну ринкової кон'юнктури перестав відповідати меті інвестування).

Залежно від обраної стратегії інвестування інвестиційний портфель може бути агресивним (високоризикованим), зваженим (поміркованим, або серед-ньоризикованим) та консервативним (низькоризикованим).

Зменшити портфельні ризики можна за рахунок диверсифікації інвестиційного портфеля за видами цінних паперів, їх емітентами, строками погашення, галузями та регіонами. В практиці міжнародного фінансового менеджменту при здійсненні диверсифікації портфеля цінних паперів за строками їх обігу найбільшого поширення набули два альтернативні методи:

Ступінчатий метод (метод "драбини") полягає у рівномірному розподілі інвестицій між цінними паперами різного терміну. Вивільнені кошти від корот-кострокових фінансових інструментів вкладаються у більш довгострокові цінні папери. В результаті забезпечується простота регулювання і контролю, зменшується сума інвестиційних ресурсів в обороті. До недоліків ступінчатого методу слід віднести неможливість швидкого внесення змін у структуру інвестиційного портфеля. Відповідно виникає ризик упущеної вигоди від гри на курсових різницях цінних паперів.

Полярний метод (метод "штанги") полягає у концентрації інвестицій у цінні папери полярного терміну. Основна частина коштів вкладається у цінні папери з дуже коротким строком (з метою забезпечення ліквідності) і цінні паперів з дуже довгим строком (для забезпечення доходу), і лише незначна частина інвестиційного портфеля формується за рахунок середньотермінових фінансових інструментів.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ІСІ - ЗАКРИТОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО ФОНДУ ВАТ ЗНКІФ «СИНЕРГІЯ»

#### 2.1 Обґрунтування створення ВАТ ЗНКІФ «Синергія»

Станом на 30 червня 2007 року, за даними УАІБ, в Україні існувало 651 інвестиційних фондів (табл.2.1) [72]:

Таблиця 2.1

#### Розподіл інвестиційних фондів в Україні за видами станом на 30.06.2007р.

Вид ІСІ	Кількість
Відкриті ІСІ	13
Інтервальні ІСІ	30
Закриті диверсифіковані	3
Закриті не диверсифіковані (невенчурні)	84
Венчурні	521
Всього	651

За станом на 31.12.2006р. загальна сума активів ІСІ складає 1,38 млрд. грн., сума чистих активів ІСІ – 1,18 млрд. грн. (табл.2.2).

Таблиця 2.2

#### Розподіл активів фондів ІСІ за станом на 31.12.2006р.[72]

Назва активу	Загальна сума активів(млн. грн.)	Відсоток від загальної суми активів
Державні цінні папери	30,58	2,22
Акції	412,01	29,88
Облігації	336,80	24,43
Векселі	28,85	2,09
Банківські депозитні рахунки	368,80	26,75
Ощадні сертифікати	18,00	1,31

Інші активи	183,84	13,32
Усього	1378,88	100

За станом на 31.12.2006р. загальна кількість паперів фондів, що знаходяться в обігу – 102 млн. штук.

Найбільша кількість цінних паперів ІСІ, що знаходяться в обігу, розміщена:

а) серед фізичних осіб, у тому числі:

- серед резидентів – 58,76 млн. штук, або 57,61%;

- серед нерезидентів – 0,01млн. штук, або 0,01%;

б) серед юридичних осіб, у тому числі:

- серед резидентів – 23,78 млн. штук, або 23,31%;

- серед нерезидентів – 19,45 млн. штук, або – 19,07%.

Серед емітентів можна виділити підприємства, акції яких були найбільш розповсюдженими в активах інститутів спільного інвестування (крім венчурних фондів) станом на 30.09.2006р. (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Перелік емітентів, акції яких були найбільш розповсюдженими в активах інститутів спільного інвестування (крім венчурних фондів) станом на 30.09.2006р. [72]**

Кількість ІСІ, в активах яких перебувають акції зазначених емітентів	Найменування емітента	Вид цінного паперу	Тип цінного паперу
20	Укрнафта	Акції	іменні прості
16	Західенерго	Акції	іменні прості
16	Укртелеком	Акції	іменні прості
16	Державна енергогенеруюча компанія "Центренерго" (ДАЕК "Центренерго")	Акції	іменні прості
15	Нижньодніпровський трубопрокатний	Акції	іменні прості

Серед емітентів облігацій можна виділити таких, облігації яких були найбільш розповсюдженими в активах інститутів спільного інвестування (крім венчурних фондів) станом на 30.09.2006р. (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Перелік емітентів, облігації яких були найбільш розповсюдженими в активах інститутів спільного інвестування (крім венчурних фондів) станом на 30.09.2006р. [72]**

Кількість ІСІ, в активах яких перебувають облігації зазначених емітентів	Найменування емітента	Вид цінних паперів	Тип цінних паперів
10	Галнафтохім	Облігації підприємств	іменні процентні
7	Міністерство фінансів України	Облігації державні внутрішні	іменні процентні
7	Міністерство фінансів України	Облігації державні внутрішні	на пред'явника процентні
7	Укртехнофос	Облігації підприємств	іменні процентні
7	Запорізька міська Рада	Облігації місцевих позик	на пред'явника процентні

У власності інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній знаходились цінні папери 3 256 емітентів. Інвестиційний портфель інститутів спільного інвестування на 92,8% складався з акцій, 5,15% - з векселів і тільки 2,05% - з інших фінансових інструментів.

За станом на 31.12.2006р. інститути спільного інвестування здійснювали свою діяльність у 7 областях України. Найбільша кількість інститутів спільного інвестування зосереджена в м. Києві – 54.

Загальна сума активів інститутів спільного інвестування (крім венчурних фондів), за станом на 31.12.2006р., становила 1,38 млрд. грн., з яких: 1,28 млрд. грн. (або 92,7%) – активи закритих недиверсифікованих

фондів. Порівняно попереднім періодом загальна сума активів збільшилась на 332,09 млн. грн.

Досліджене в курсовій роботі відкрите акціонерне товариство "Закритий недиверсифікований корпо-ративний інвестиційний фонд "Синергія" - ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" зареєстроване 20.03.2003р. Печерською районною у м.Києві державною адміністрацією (обліковий реєстраційний №37506) із статутним фондом 2 500 000 грн.

Випуск акцій у кількості 250 шт. номінальною вартістю 10 000 грн. зареєстровано ДКЦПФР 31.03.2003р. Реєстраційний №4. 21.04.2003р. Внесено до ЄДРІСІ Свідоцтво №8 (Реєстраційний код за ЄДРІСІ - 132008) 24.04.2003р. Печерською РДА у м.Києві зареєстровано збільшення Статутного фонду товариства до 12 500 000 грн. (Свідоцтво про реєстрацію випуску акцій №9, видане ДКЦПФР 08.05.2003р.) 3 липня 2003 року акції фонду включені до лістингу та вносяться до переліку ПФТС і починають торгуватися на організованому ринку. Управління активами Фонду здійснює Компанія з управління активами (ВАТ "КІНТО") на підставі договору на управління активами від 17.03.03р. КУА на підставі цього договору без довіреності діє від імені та в інтересах Фонду, вступає в майнові та немайнові відносини з третіми особами, представляє інтереси Фонду в акціонерних товариствах, акції яких є власністю Фонду. 19.08.2005р. Печерською районною у м.Києві державною адміністрацією зареєстровано нову редакцію Статуту із Статутним фондом 7 280 000 грн. 07.10.05р. Отримано свідоцтво про реєстрацію випуску акцій №226. Статутний фонд Товариства зменшено на кількість нерозміщених акцій.

Згідно Закону України "Про інститути спільного інвестування" органами корпоративного інвестиційного фонду є загальні збори акціонерів та спостережна (наглядова) рада. Інтереси фонду представляє КУА (ВАТ "КІНТО").



**Обґрунтування створення фонду “Синергія” [71]**

Мета та основні напрямки інвестування	Максимальне зростання капіталу шляхом середньострокових інвестицій в акції українських компаній, що мають потенціал росту вищий за середній по ринку
Номер та дата свідоцтва про внесення до ЄДРІСІ	№ 8 від 21 квітня 2003 року
Код за ЄДРІСІ	132008
Основні активи	Акції українських компаній
Статутний фонд в т.ч. початковий	7 280 000 грн. 2 500 000 грн.
Початок діяльності	20 березня 2003 року
Завершення терміну діяльності	20 березня 2006 року

Джерелом фінансування ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" є кошти спільного інвестування: кошти, залучені від інвесторів ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ та доходи, нараховані за активами ІСІ.

Інвестиційні обмеження встановлені чинним законодавством для недиверсифікованих корпоративних фондів, а також додаткові:

- Загальна сума коштів, направлених на венчурне фінансування та в нерухомість, не повинна перевищувати 20% загальної вартості активів;
- Фонд не може придбавати або додатково інвестувати в цінні папери одного емітента більше ніж 10% загальної вартості активів Фонду.

**АКЦІЇ ФОНДУ В ОБІГУ [71]**

Характеристика	Прості іменні; документарна форма
Номінальна вартість	10 000 грн.
Кількість випущених акцій	728 шт.
Свідоцтво про реєстрацію випуску акцій	№226 від 07.10.05
Обіг акцій	Підлягають вільному обігу на ринку

Викуп акцій здійснюється Фондом після закінчення терміну його діяльності за ціною, що визначається, виходячи з вартості чистих активів.

Дивідендна політика - весь прирощений капітал і надходження від акти-вів Фонду автоматично реінвестуються. Дивіденди на акції Фонду не нарахову-ються та не сплачуються.

Еталон ефективності - ставка рефінансування, що встановлена Національ-ним банком України ("запланований прибуток").

Таблиця 2.7

### Операційні витрати Фонду (непрямі витрати інвестора) [71]

Винагорода Компанії з управління активами Фонду (винагорода за управління)	Щомісячно у розмірі 1/12 від 2,5 % (тобто 2,5 % за рік) від вартості чистих активів; перерахунок за результатами фінансового року
Премія Компанії (стимулююча винагорода)	Після закінчення терміну діяльності Фонду у розмірі 15% від суми прибутку Фонду за весь період діяльності понад "запланований прибуток"
Інші витрати: послуги зберігача, брокера, аудит, нотаріальні і т.д.	Фактично понесені, але не більші 5% середньорічної вартості чистих активів

Компанія з управління активами - ВАТ "КІНТО" (перереєстрована під цією назвою 08 січня 2003 року, попередня назва - ВАТ "Інвестиційна компанія "Київське інвестиційне акціонерне товариство"). Ліцензія ДКЦПФР на здійс-нення діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування та пенсійних фондів серії АВ №020507, строк дії ліцензії до 27.01.2011 р.

Структура акціонерів фонду ВАТ "ЗНКІФ "Синергія":

- 53% – фізичні особи (переважно топ-службовці)
- 47% – юридичні особи
- 80% – вітчизняні інвестори
- 20% – зарубіжні інвестори

Структура активів ВАТ "ЗНКІФ "Синергія":

- не менше 70% акцій українських компаній;
- не більше 30% депозитних вкладів та боргових цінних паперів (облігацій)

21.03.2006. Загальними зборами акціонерів ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" прийнято рішення про припинення діяльності Товариства шляхом його ліквідації, у зв'язку з закінченням строку діяльності Фонду [71].

Основні результати діяльності ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" :

- період діяльності: 20 березня 2003 р. – 20 березня 2006 р.
- Керуючий активами фонду: Ботте Віктор Олександрович
- ріст вартості чистих активів в розрахунку на акцію: +699,38% (з 10 000 грн. до 79 937,60 грн.)

- Середньорічна доходність фонду: 99,8%

На дату ліквідації (23 травня 2006 року):

- Чисті активи фонду – 59,81 млн. грн.
- Валові чисті активи/акція – 82 153,75 грн./акцію
- Премія КУА - 7,45 млн. грн.
- Сума виплати акціонеру – 71 922,46 грн./акція
- Доходність акціонера – 619,2% (1159 днів)
- Середньорічна доходність акціонера (з врахуванням 13% податку на доход та комісійних) – 79,3%

В Додатку А представлені показники динаміки росту балансу та фінансових результатів діяльності фонду ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" у 2003 – 2006 роках [72].

Максимальна доходність акцій в портфелі ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" на момент ліквідації (статутного закриття фонду) [71]:

- Азовсталь - 2451,7% (217 днів)
- Сумське машинобудівельне НВО ім. Фрунзе - 873,9% (267 днів)
- Київобленерго - 691,5% (189 днів)
- Полтавський ГЗК - 683,8% (138 днів)
- Нижньодніпровський трубопрокатний завод - 567,1% (253 дні)

## **2.2 Аналіз інвестиційної стратегії та основних показників діяльності інвестиційного фонду ВАТ ЗНКІФ «Синергія»**

Мета діяльності ВАТ „Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд „Синергія” полягала в максимальному зростанні капіталу шляхом довгострокових інвестицій в акції українських компаній, що мали потенціал росту вищий за середній по ринку. Відповідно до інвестиційної політики Фонд може бути класифікований як фонд „росту”.

ВАТ „КІНТО” як компанія з управління активами, виходячи з мети фонду, дотримувалась стратегії активного менеджменту, що передбачає прийняття рішень щодо купівлі або продажу цінних паперів на основі економічного, фінансового та ринкового аналізу. Головним чинником при виборі тієї чи іншої акції був потенціал зростання її ціни. При формуванні інвестиційного портфелю КУА ВАТ „КІНТО” орієнтувалася на найбільші українські емітенти – енергетичні, хімічні, нафтові та металургійні компанії а також підприємства машинобудування та телекомунікаційного сектора. Популярність цих акцій на фондовому ринку і порівняно високий рівень їх ліквідності надають можливість більш оперативно керувати інвестиційним портфелем Фонду.

Зважаючи на стан українського фондового ринку, коли не можливо математично оцінити ризиковість вкладень в цінні папери окремих емітентів, КУА з метою диверсифікації дотримувалась принципу збалансованого (рівномірного) вкладення грошових коштів в ті чи інші цінні папери.

При керуванні активами Фонду використовується стратегія пасивного ядра - більша частина портфелю, „купується і тримається”, з рештою здійснюється активне керування.

Сигналом для прийняття рішення щодо купівлі \ продажу служить відповідно:

- купівля – ціна акції на ринку не перевищує 40% „справедливої” ціни (оцінювальна вартість акції компанії з урахуванням її фінансових та виробничих показників);

- продаж – ціна акції на ринку досягає 90% „справедливої” ціни.

Більш „агресивна” частина портфелю може складатися з акцій, що мають потенціал зростання, не допущених до торгів на організованих ринках, а отже, менш ліквідних невеликих і середніх підприємств (включаючи акції, що набуваються у ході первинного публічного розміщення, акції закритих акціонерних товариств), незалежно від галузі, а також із вкладень, спрямованих на реалізацію венчурних проєктів, і в об’єкти нерухомості.

Такі інвестиції, крім привнесення додаткової диверсифікованості, будуть здатні принести дохід, що перевищує рівень доходу по акціях, по яких здійснюються публічні торги.

„Консервативна” частина портфеля дозволяє зменшити сукупні транзакційні витрати по моніторингу портфелю. Мета стратегії активного керування – ґрунтуючись на аналізі ринку в цілому, окремих галузей економіки і компаній зокрема, забезпечити ефективність інвестицій вищу за середню, виходячи з того, що український фондовий ринок далекий від поняття „мінімально ефективного”.

Впливу короткострокових коливань ринку, так само як і рівню поточного доходу (дивідендам), особливої уваги не приділяється, оскільки поточний дохід в умовах українських реалій не відображає внутрішню вартість властиву акціям тієї або іншої компанії, і не є чинником, що впливає на ріст курсової вартості конкретної акції.

Інвестиційна стратегія фонду ВАТ ЗНКІФ «Синергія» була викладена в інвестиційній декларації [71] та складалася з наступних положень:

1. Мета діяльності Фонду полягає в максимальному зростанні капіталу шляхом середньострокових інвестицій в акції українських компаній, що мають потенціал росту вищий за середній по ринку.

2. Активи Фонду можуть складатися із:

- цінних паперів українських емітентів;
- грошових коштів, в тому числі в іноземній валюті;
- інших активів, дозволених чинним законодавством України.

3. Щодо складу активів Фонду встановлюються наступні обмеження та заборони:

- вартість цінних паперів повинна складати не менше 70 (сімдесяти) відсотків загальної вартості активів Фонду;

- вартість акцій повинна складати не менше 50 (п'ятдесяти) відсотків загальної вартості активів Фонду;

- вартість цінних паперів, які не мають визнаних котирувань на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, не може становити більш як 50 (п'ятдесят) відсотків загальної вартості активів Фонду;

- забороняється придбавати або додатково інвестувати в цінні папери одного емітента більше ніж 10 (десять) відсотків загальної вартості активів Фонду;

- обмеження та заборони, встановлені чинним законодавством для недиверсифікованих корпоративних інвестиційних фондів.

4. Обмеження, зазначені у пункті 3 цієї інвестиційної декларації, застосовуються через 6 (шість) місяців з дати внесення Фонду до Єдиного державно-го реєстру інститутів спільного інвестування.

5. Запланований рівень прибутковості (еталон ефективності) Фонду за рік встановлюється на рівні ставки рефінансування, встановленої Національним банком України.

6. При прийнятті рішення про придбання акцій Фонду Інвестор має враховувати наступні можливі фактори ризику:

- економічні ризики, у тому числі загальний несприятливий розвиток економіки, інфляція, загальна низька ліквідність ринку цінних паперів України;

- негативні зміни в законодавстві, у тому числі зміни податкового законодавства (відміна податкових пільг тощо);

- введення режиму надзвичайного стану, режиму націоналізації, експропріації, набуття чинності новими нормативними актами щодо банківської діяльності, приватизації і обігу цінних паперів (які змінюють умови обігу цінних паперів та/або грошового обігу), анулювання або призупинення дії ліцензії КУА або зберігача, військові дії, стихійні лиха, акти громадянської непокори, масові заворушення, страйки, локаути, обмеження видачі готівкових коштів та обмеження щодо безготівкових розрахунків, які запроваджені банками, дії державних та місцевих органів влади, дії будь-яких посадових осіб, виникнення будь-яких інших подій та/або юридичних фактів, що суттєво впливають на прибутковість операцій на фондовому ринку України;

- особливі ризики Фонду як інституціонального інвестора, у тому числі ризики, пов'язані з недостатнім захистом прав міноритарних акціонерів, ризики, пов'язані з обмеженим доступом до інформації про компанії, цінні папери яких входять до портфелю Фонду, ризик можливого банкрутства, націоналізації або реприватизація компанії, цінні папери якої входять до портфелю Фонду;

- техногенні ризики та природні катастрофи.

7. Запланований курс продажу акцій Фонду:

- до затвердження Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (надалі – «Комісія») звіту про результати розміщення цінних паперів Фонду (надалі – «Звіт») – за номінальною вартістю;

- після затвердження Звіту Комісією – за ціною, що розраховується виходячи з вартості чистих активів Фонду у розрахунку на одну акцію Фонду, яка знаходиться в обігу, але не нижче номінальної вартості;

- ціна, за якою розміщуються акції Фонду, може збільшуватись лише на суму комісійної винагороди агента з розміщення акцій Фонду.

8. Термін, порядок та адреси місць виплати дивідендів – дивіденди по акціях Товариства не нараховуються та не сплачуються.

9. Права, що надаються власникам акцій Фонду (акціонерам Фонду):

- брати участь в управлінні справами Фонду в порядку, визначеному Статутом Фонду та чинним законодавством України;

- вийти в установленому порядку з Фонду шляхом відчуження (в тому числі – продажу на вторинному ринку) акцій Фонду;

- одержувати інформацію про діяльність Фонду (на вимогу акціонера Фонд зобов'язаний надавати йому для ознайомлення річні баланси, звіти Фонду про його діяльність, протоколи зборів);

- дарувати, заставляти, продавати (в тому числі – на вторинному ринку) або іншим не забороненим чинним законодавством України способом без будь-яких обмежень відчужувати всі або частину акцій Фонду;

- інші права, передбачені Статутом Фонду та чинним законодавством України.

В табл.2.9 представлена динаміка показників росту вартості портфелю фонду ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" у 2003 – 2006 роках [71].

На графіку рис.2.1 наведена динаміка середньорічної доходності акції ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" у 2003 – 2006 роках [71].



Рис.2.1. - Динаміка середньорічної доходності акції ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" у 2003 – 2006 роках [71]



**Динаміка показників росту вартості портфелю фонду ВАТ "ЗНКІФ  
"Синергія" у 2003 – 2006 роках [71]**

Характеристики портфелю акцій - ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ЗАКРИТИЙ НЕДИВЕРСИФІКОВАНИЙ КОРПОРАТИВНИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ФОНД "СИНЕРГІЯ"(ЄДРПОУ 32310832)							
Дата	Вартість портфелю Фонду, грн.	Вартість чистих активів(ВЧА)/ акція, грн.	Зміна ВЧА/акція, %	Індекс портфелю Фонду	Кількість акцій Фонду в обігу.	Індекс ПФТС	Відносний ріст індексу ПФТС
1 березня 2003 р.	2 500 000,00	10 000,00	0	1	250	53,33	1
1 квітня 2003 р.	2 512 578,63	10 050,31	0,5	1,005	250	58,42	1,095
1 травня 2003 р.	2 407 071,81	9 628,29	-3,72	0,963	250	53,8	1,009
1 червня 2003 р.	2 706 632,97	10 826,53	8,27	1,083	250	57,07	1,07
1 липня 2003 р.	3 024 875,89	11 634,14	16,34	1,163	260	66,33	1,244
1 серпня 2003 р.	3 000 227,99	11 539,34	15,39	1,154	260	59,68	1,119
1 вересня 2003 р.	2 961 185,08	11 389,17	13,89	1,139	260	57,12	1,071
1 жовтня 2003 р.	3 203 073,82	11 690,05	16,9	1,169	274	69,17	1,297
1 листопада 2003	4 260 959,53	13 274,02	32,74	1,327	321	75,38	1,413
1 грудня 2003 р.	4 741 725,72	13 098,69	30,99	1,31	362	71,01	1,332
1 січня 2004 р.	5 584 748,27	13 721,74	37,22	1,372	407	85,43	1,49
1 лютого 2004 р.	5 624 660,85	13 685,31	36,85	1,369	411	89,3	1,507
1 березня 2004 р.	7 702 390,99	18 123,27	81,23	1,812	425	113,13	1,909
1 квітня 2004 р.	9 952 700,85	22 265,55	122,66	2,227	447	131,77	2,224
1 травня 2004 р.	13 230 814,41	24 321,35	143,21	2,432	544	147,65	2,492
1 червня 2004 р.	13 802 407,15	25 372,07	153,72	2,537	544	144,79	2,443
1 липня 2004 р.	12 936 994,17	23 781,24	137,81	2,378	544	135,66	2,289
1 серпня 2004 р.	13 204 328,64	24 051,60	140,52	2,405	549	131,61	2,221
1 вересня 2004 р.	12 190 899,57	22 205,65	122,06	2,221	549	130,79	2,207
1 жовтня 2004 р.	12 993 448,32	23 453,88	134,54	2,345	554	132,69	2,239
1 листопада 2004	15 190 663,29	26 011,41	160,11	2,601	584	159,75	2,696
1 грудня 2004 р.	16 888 898,39	28 869,91	188,7	2,887	585	177,19	2,99
1 січня 2005 р.	24 834 328,67	37 010,92	270,11	3,701	671	260,13	4,39
1 лютого 2005 р.	33 942 345,08	50 584,72	405,85	5,058	671	328,56	5,545
1 березня 2005 р.	40 259 872,41	59 999,81	500	6	671	316,35	5,339
1 квітня 2005 р.	37 502 850,82	53 575,50	435,76	5,358	700	278,48	4,7
1 травня 2005 р.	41 470 176,36	56 964,53	469,65	5,696	728	310	5,232
1 червня 2005 р.	41 374 274,76	56 832,79	468,33	5,683	728	305,7	5,159
1 липня 2005 р.	40 260 586,21	55 303,00	453,03	5,53	728	297,09	5,014
1 серпня 2005 р.	42 670 149,41	58 612,84	486,13	5,861	728	318,18	5,37
1 вересня 2005 р.	48 801 309,75	67 034,77	570,35	6,703	728	358,11	6,043
1 жовтня 2005 р.	48 719 154,25	66 921,92	569,22	6,692	728	348,77	5,886
1 листопада 2005	48 969 135,07	67 265,30	572,65	6,727	728	338,2	5,707
1 грудня 2005 р.	51 460 900,36	70 688,05	606,88	7,069	728	336,85	5,685
1 січня 2006 р.	52 535 388,57	72 164,00	621,64	7,216	728	352,97	5,957
1 лютого 2006 р.	55 343 579,04	76 021,40	660,21	7,602	728	358,8	6,055
1 березня 2006 р.	59 997 312,02	82 413,89	724,14	8,241	728	429,28	7,245
1 квітня 2006 р.	58 601 802,56	80 496,98	704,97	8,05	728	428,29	7,228
1 травня 2006 р.	59 294 827,17	81 448,94	714,49	8,145	728	443,46	7,484

\* - для зручності порівняння за умовну одиницю прийняті, відповідно, значення ВЧА/акція Фонду на початок діяльності (10,000 грн.) та значення індексу ПФТС на цю ж дату (20 березня 2003 р.), що дорівнювало 53,33;

після 1 січня 2004 року в колонці "Відносний індекс ПФТС" наводяться значення "вдкоригованого" індексу ПФТС, що дає можливість "зшити" значення індексу ПФТС, який існував до 1 січня 2004 р., (базовий рівень для якого в 100 умовних одиниць був прийнятий згідно зі станом індексної корзини на 1 жовтня 1997 р.), з новим індексом ПФТС, що розраховується з початку цього року за новою методикою; величина "зв'язуючого" фактору -  $\times 0,9$ .

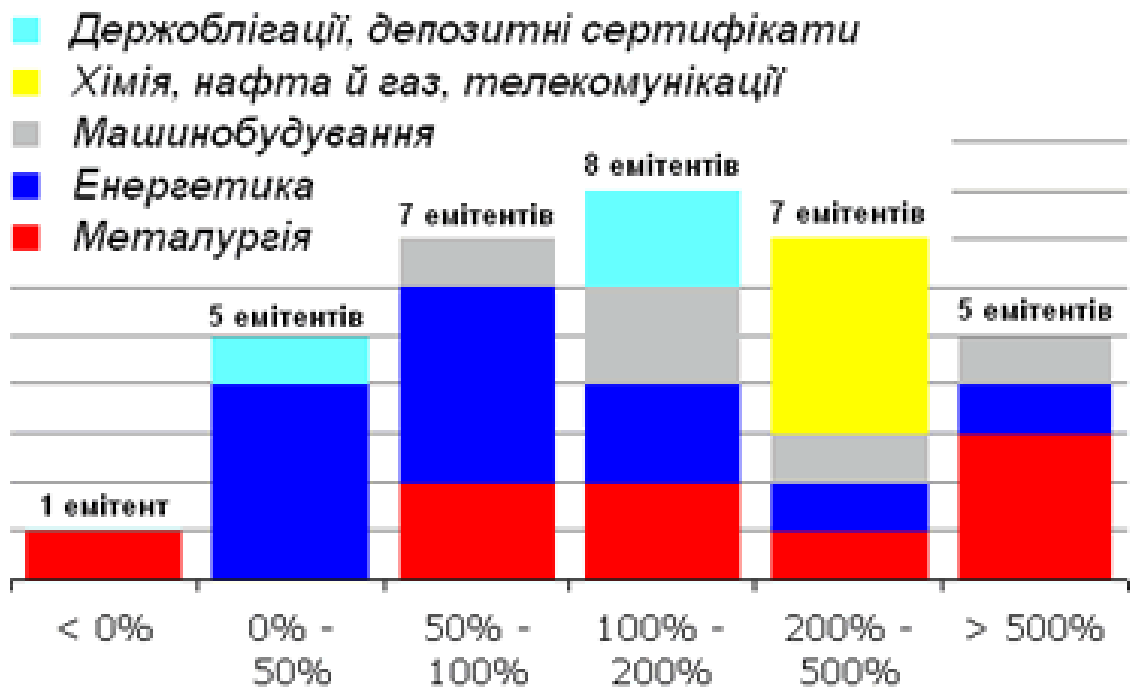


Рис.2.2. – Доходність активів фонду ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" за інвестуванням в акції, депозитні вклади та облигації [71]

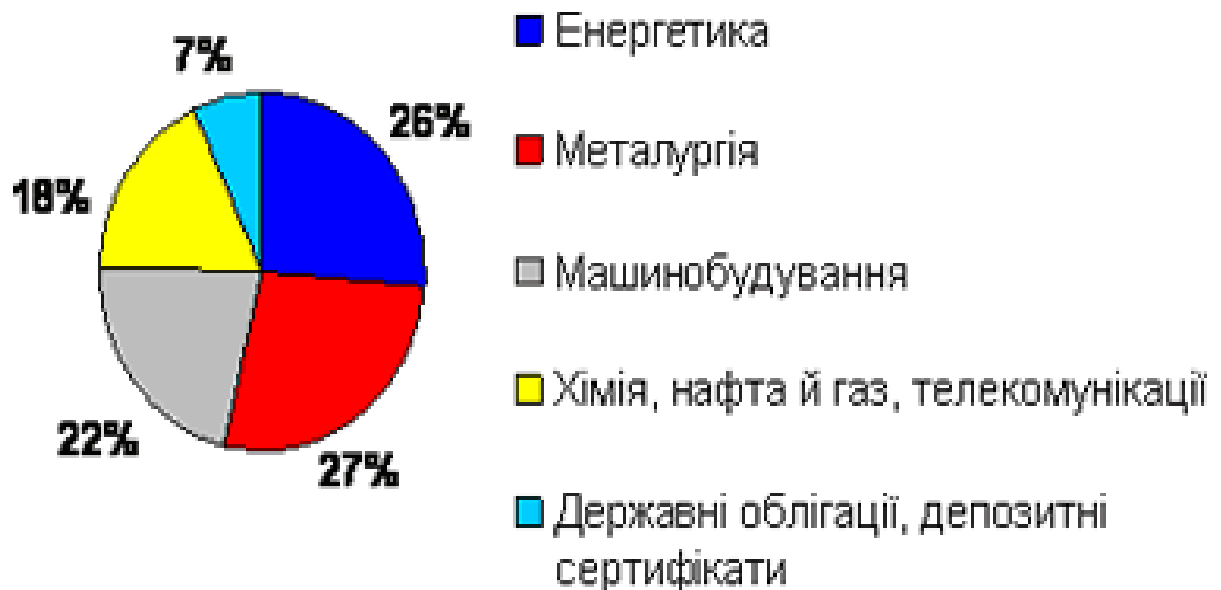


Рис.2.3. – Розподіл доходів активів фонду ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" за інвестуванням в акції по галузям промисловості, облигації та депозитні вклади [71]



**Рис. 2.4. – Динаміка зростання чистих активів фонду ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" у 2003 –2006 роках [71]**

На рис. 2.2 –2.4 наведена структура розподілу доходності акцій в інвестиційному портфелі ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" в розрізі емітентів та в розрізі галузей промисловості, в яких випускають свою продукцію емітенти. Як показує аналіз, інвестиційна стратегія ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" була витримана в напрямку вкладання коштів в високодоходні базові галузі – енергетика, мета-лургія, машинобудування, нафто-газо добича та переробка. При цьому на момент інвестування коштів акції цих підприємств були куплені практично по номіналу, тобто своєчасне вкладання коштів в розвиток цих підприємств дозволило досягнути доходності акцій за 3 роки існування фонду, наприклад, в металургії більше 500%, що в 10 разів вище депозитної доходності банківських сертифікатів за 3 роки (45 –51%).

Міжгалузева диверсифікація інвестування дозволила значно підвищити доходність інвестсертифікатів та знизити ризик низької доходності в ряді підприємств енергетичної галузі за рахунок високої доходності на підприємствах нафто-газо добичі та переробки.

## 2.3 Оцінка якості управління активами інвестиційного фонду ВАТ ЗНКІФ «Синергія»

Реалізацію інвестиційної стратегії фонду можна оцінити проаналізувавши ефективність управління портфелем.

Ефективність управління портфелем фінансовими посередниками вимірюється передовсім доходами, які забезпечує конкретний фінансовий посередник на вкладений капітал.

Першим і найпростішим критерієм ефективності управління портфелем є його дохідність. Цей показник розраховується на підставі даних про дохідність інвестиційного портфеля і свідчить про прибутковість вкладень у конкретний інвестиційний фонд у ретроспективі. Розрахунок дохідності здійснюється на підставі інформації про вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію на початок кожного місяця протягом усього періоду. За цими даними проводиться розрахунок місячної дохідності інвестиційного фонду за формулою:

$$R=(ВЧА-ВЧА0)/ ВЧА0*100, (2.1)$$

де ВЧА - вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію на кінець місяця, ВЧА0 – вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію на початок місяця.

Виміром ефективності управління портфелем, який складається з акцій, може бути фондовий індекс.

Але порівняння дохідності інвестиційного фонду з дохідністю, розрахованого за фондовим індексом, дає лише перше кількісне уявлення про ефективність роботи компанії з управління активами та не враховує ризики інвестування.

Для точніших порівнянь використовуються еталонні портфелі, який має складатися з усіх цінних паперів, серед яких робить вибір фінансовий

посередник. Порівняння доходностей еталонного портфеля з інвестиційним портфелем, який аналізується, не дає жодної інформації про причини неефективності управління, але змушує вести пошук таких причин.

Проте просте порівняння доходності не дає можливості врахувати ризик, з яким пов'язані вкладення в даний портфель, остаточного висновку щодо ефективності управління зробити неможливо.

Сформований ризик інвестиційного портфеля – це кількісне вираження ступеня відхилення фактичної доходності від рівноважного рівня доходності протягом періоду інвестування.

Для оцінювання ефективності управління інвестиційним портфелем застосовуються числення коефіцієнти, які пов'язують фактичну доходність із різноманітними базовими параметрами та враховують ризики інвестиційного портфеля. Але більшість відомих індикаторів – не більш ніж варіації одних і таких самих відношень. Відповідно, вони дуже тісно корелюють між собою та їх сумісний аналіз лише створює ілюзію об'єктивності.

Коефіцієнт Шарпа - співвідносить доходність та ризик, показує скільки одиниць доходності належить на одиницю ризику. За допомогою коефіцієнта Шарпа визначається величина надлишкової доходності портфеля на одиницю загального ризику портфеля. Коефіцієнт Шарпа розраховується шляхом ділення надлишкової середньої доходності портфеля на стандартне відхилення портфеля.

$$RVAR=(r-raf)/g, (2.2)$$

де  $r$  – середня фактична доходність інвестиційного портфеля,

$raf$  - середня безризикова ставка доходності,

$g$  – загальний ризик портфеля.

Базовим параметром, з яким порівнюється значення коефіцієнта конкретного інвестиційного портфеля, є коефіцієнт Шарпа, розрахований для фондового ринку в цілому за формулою:

$$RVARm=(r_m-raf)/g_m, (2.3)$$

де  $r$  – середня фактична доходність фондового індексу,

$raf$  - середня фактична доходність інвестиційного портфеля,

$g_m$  – загальний ризик фондового портфеля ( стандартне відхилення доходності фондового індексу).

Цей коефіцієнт – найбільш популярний індикатор ефективності управління активами. Але основний його недолік – неадекватне уявлення ризику через стандартне відхилення. Збільшення відхилення доходностей від середніх значень, як в негативну так і позитивну сторону розцінюється як збільшення ризику інвестицій та призводить до зменшення цього коефіцієнта. Крім того, коефіцієнту Шарпа властива нормальність розподілу доходності у фонді, чого на практиці не відбувається.

Як правило, інвестор інтуїтивно орієнтований на одержання доходності не нижче, ніж заданий рівень. Визначити, наскільки той чи інший фонд буде відповідати потребам інвестора, дозволяє коефіцієнт ОМЕГА.

Коефіцієнт Омега показує, в скільки разів вірогідність одержання необхідної доходності чи доходності, вище заданого рівня більше за те, що доходність буде нижче заданого рівня.

Оцінка якості управління активами інвестиційного фонду ВАТ ЗНКІФ «Синергія» в курсовій роботі проведена за:

- ростом абсолютного показника вартості чистих активів закритого фонду, які розподіляться акціонерам закритого інвестиційного фонду при його ліквідації на кожну засновницьку акцію;

- порівняльними індексами росту вартості інвестиційних активів в інших фондах чи середнім індексом росту вартості фондових активів на ПФТС.

На рис.2.5 наведений графік росту абсолютного показника вартості чистих активів закритого фонду, які розподіляться акціонерам закритого інвестиційного фонду при його ліквідації на кожну засновницьку акцію.

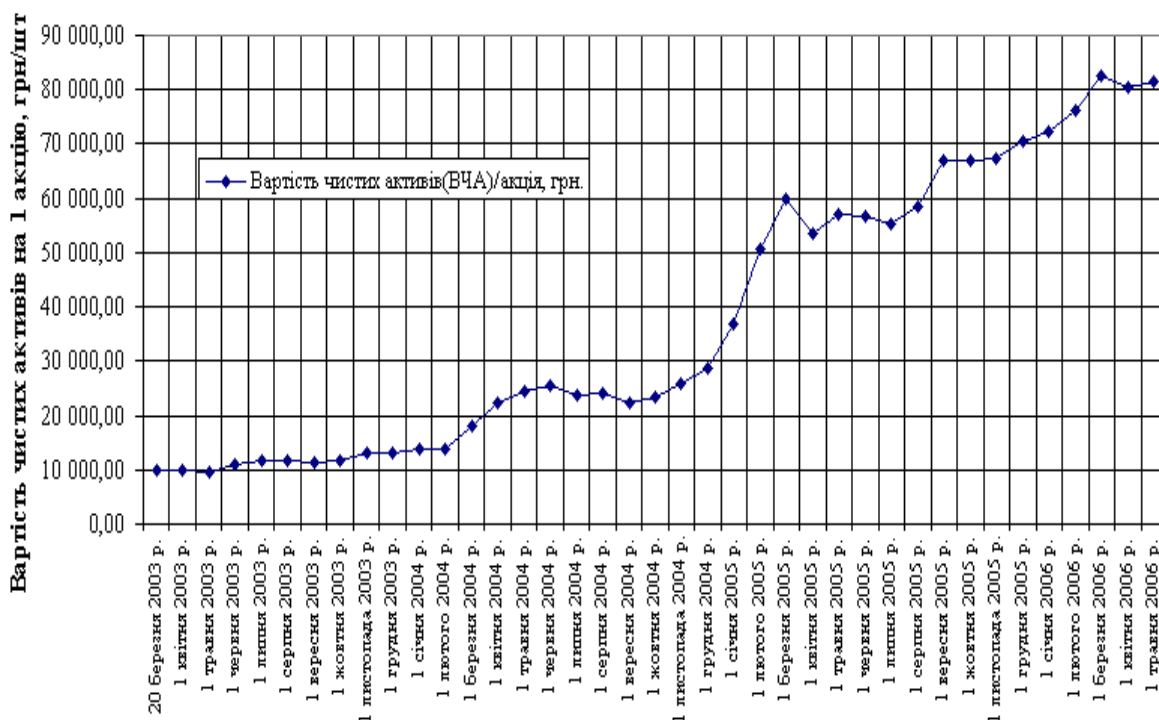


Рис.2.5. - Рост абсолютного показника вартості чистих активів закритого фонду ВАТ ЗНКІФ «Синергія», які розподіляться акціонерам закритого інвестиційного фонду при його ліквідації на кожну засновницьку акцію

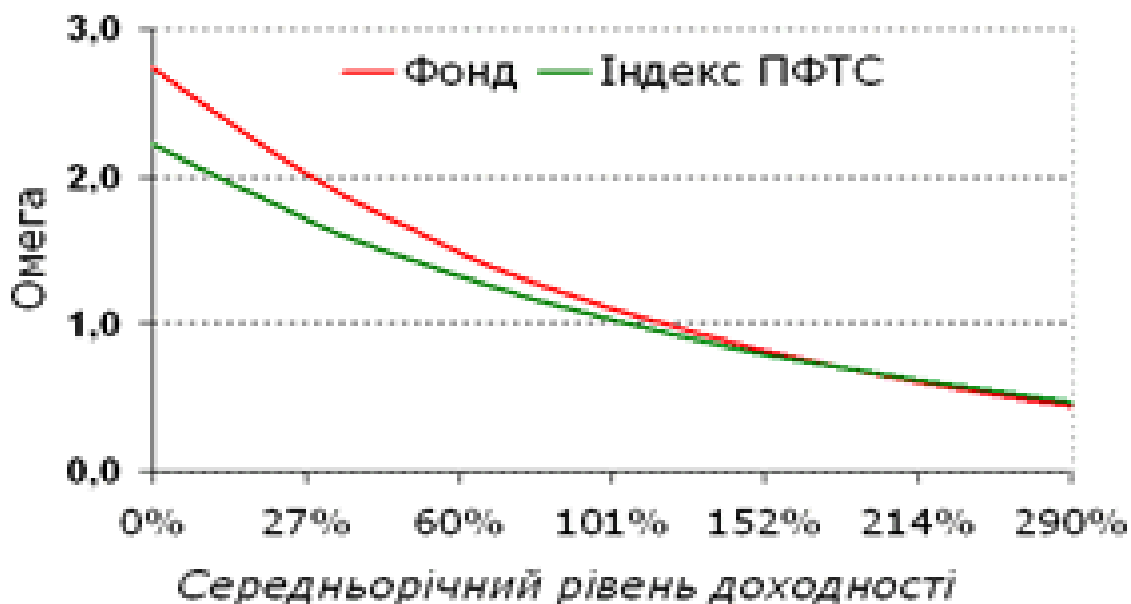


Рис.2.11. – Порівняльні характеристики доходності цінних паперів фонду ВАТ ЗНКІФ «Синергія» та середнього рівня паперів на ПФТС [71]

## Аналіз інвестиційної стратегії

Фонд	Індекс ПФТС
Імовірність отримання доходності $\geq 17\%$	
69,1%	65,2%
Імовірність отримання доходності $\leq 17\%$	
30,9%	34,8%
Коефіцієнт Омега	
2,2	1,9

Фонд	Індекс ПФТС
Середньомісячна доходність	
6,7%	6,2%
Стандартне відхилення	
10,8%	12,6%
Коефіцієнт Шарпа	
2,9	2,2
Коефіцієнт Сортіно (рівень заданої доходності – 17%)	
8,1	7,2

Аналіз інвестиційної стратегії дослідженого закритого інвестиційного фонду “Синергія”(2003 –2006 р.р.) показав, що при номінальній ефективності інвестування на рівні ставки рефінансування НБУ – 9,0 –10% річних (рівень інвестиційної декларації), фактична досягнута ефективність діяльності характеризується наступними показниками:

- період діяльності: 20.03.2003 – 20.03.2006, емісія інвестиційних сертифіка-тів – 728 сертифікатів по 10000 грн., номінальний статутний фонд – 7,28 млн.грн.

- ріст вартості чистих активів в розрахунку на акцію: +699,38% (з 10 000 грн. до 79 937,60 грн. по 1 акції)

- Середньорічна доходність фонду: 99,8%

На дату ліквідації (23 травня 2006 року):

- Чисті активи фонду – 59,81 млн. грн.

- Валові чисті активи/акція – 82 153,75 грн./акцію



- Премія КУА - 7,45 млн. грн.
- Сума виплати акціонеру – 71 922,46 грн./акція
- Доходність акціонера – 619,2% (1159 днів), середньорічна доходність акціонера (з врахуванням 13% податку на доход та комісійних) – 79,3%

## ВИСНОВКИ

Для України інвестиційний сектор, насамперед, перспективна інноваційна галузь і здійснення діяльності інститутів спільного інвестування в Україні в майбутньому є необхідною умовою для становлення повноцінного фондового ринку, а також розвитку й удосконалення інвестиційного механізму, властивого цьому ринку.

Проведений в курсовому дослідженні аналіз світових тенденцій та напрямків розвитку інститутів спільного інвестування в галузі фінансового посередництва по портфельному інвестуванню коштів інвесторів в цінні папери фондового ринку показав:

1. Класична портфельна теорія інвестицій пройшла три етапи свого розвитку. Перший етап - первинний - розробка математичних основ для портфельної теорії. Наступні два (1952 -1990) - це сучасна теорія портфельних інвестицій: другий етап (1952 – 1973) - створення теорії ринкового портфеля у працях Г.Марковіца, Дж.Тобіна, У.Шарпа; третій етап (1973 - 1990) - формування на основі теорії ринкового портфеля теорії оптимального портфеля у працях Ф.Модільяні, М.Міллера, Ф.Блека, М.Скоулза, Р.Мертонна.

2. Гарна якість законодавства про інвестиційні фонди і їхні численні характеристики роблять українські інвестиційні фонди одним з найбільш дешевих, надійних і простих способів здійснення портфельних інвестицій в Україні.

3. Інвестування через фонд дозволяє істотно заощадити як грошові, так і адміністративні і тимчасові ресурси за рахунок відсутності необхідності постійного оформлення договірних взаємин з контрагентами, реєстраторами і/чи зберігачами цінних паперів кожної операції з цінними паперами.

4. Інвестор має справу з одним цінним папером – інвестиційним сертифікатом ІСІ, а активи інвестиційного фонду диверсифіковані вкладанням у велику кількість цінних паперів, що значно знижує ринковий

ризик. Навіть великим корпораціям не завжди під силу здійснювати щоденний моніторинг ринку і подій у компаніях з портфеля і проводити постійну переоцінку і, за необхідності, перегляд портфеля з 20-40 емітентів, як це робить інвестиційний фонд.

5. Основні інвестиційні стратегії ІСІ розподіляються на:

- агресивну стратегію формування “портфелю росту”, який передбачає орієнтацію інвестора на збільшення його ринкової вартості шляхом включення фінансових інструментів, ринкова ціна яких має тенденцію до постійного (або стабільного) зростання. Зрозуміло, що ризик, пов'язаний з таким портфелем, дуже високий;

- зважену стратегію формування “портфелю доходу”, який формується за рахунок цінних паперів, які забезпечують інвесторам високі поточні доходи. Такий портфель також є досить ризиковим.

- консервативну стратегію формування “портфелю мінімізації ризиків”, якій формується за рахунок тих фінансових інструментів, які в першу чергу забезпечують надійний інфляційний захист та високу ліквідність при невисокому рівні доходу.

6. Загальним для всіх типів фінансових посередників принципом інвестиційної політики є диверсифікація, тобто таке комбінування елементів портфеля, за якого досягається мінімізація ризику при заданому рівні доходу.

Аналіз діяльності дослідженого в курсовій роботі закритого інвестиційного фонду “Синергія”(2003 –2006 р.р.) показав, що прийнята інвестиційна декларація відповідає агресивній стратегії “портфелю росту” та методології активного управління портфелем:

- придбання цінних паперів в портфель тільки при їх біржовій вартості не більше 40% від оцінки методом дисконтування майбутньої вартості;

- продаж цінних паперів з портфелю тільки при їх біржовій вартості не менше 90% від оцінки методом дисконтування майбутньої вартості;

- інвестування в цінні папери не менше 70% активів фонду;

- інвестування не менш 50% у акції перспективних українських підприємств на етапі первинних емісій цінних паперів за номіналом;
- інвестування не більше 20% у боргові цінні папери з визначеним рівнем доходності (облігації);
- інвестування не більше 10% обсягу портфелю в цінні папери одного емітента,
- наявність в портфелі не більше 50% (від вартості активів) цінних паперів, які не мають визнаних котирувань на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі;
- пошук “недооцінених” ринком акцій та проведення обстежень доцільності придбання при перспективності росту курсу проблемних цінних паперів;

Прийнята інвестиційна стратегія дозволили компанії по управлінню активами цих фондів (ВАТ “КІНТО”) розмістити інвестиції акціонерів в максимально доходні цінні папери та досягнути наступної ефективності (при номінальній ефективності інвестування на рівні ставки рефінансування НБУ – 9,0 –10% річних) діяльності відкритого акціонерного товариства "Закритий недиверсифікований корпо-ративний інвестиційний фонд "Синергія" - ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" :

- період діяльності: 20 березня 2003 р. – 20 березня 2006 р.
  - емісія інвестиційних сертифікатів – 728 сертифікатів по 10 000 грн., номінальний статутний фонд – 7,28 млн.грн.
  - ріст вартості чистих активів в розрахунку на 1 сертифікат: +699,38% (з 10 000 грн. до 79 937,60 грн. за 1159 днів діяльності фонду)
  - Середньорічна доходність фонду: 99,8%
- На дату ліквідації (23 травня 2006 року):
- Чисті активи фонду – 59,81 млн. грн.
  - Валові чисті активи/акція – 82 153,75 грн./акцію
  - Премія КУА - 7,45 млн. грн.
  - Сума виплати акціонеру – 71 922,46 грн./акція

- Доходність акціонера – 619,2% (1159 днів), середньорічна доходність акціонера (з врахуванням 13% податку на доход та комісійних) – 79,3%

Таким чином матеріали курсової роботи обґрунтовують наступні висновки:

1. Існування інститутів спільного інвестування в Україні та успішне застосування ними загальноприйнятих в світі інвестиційних стратегій з реальним обігом та виплатою інвестиційних дивідендів інвесторам – є нове та об'єктивне явище в сучасній Україні після невдалого досвіду “фінансово-інвестиційних пірамід” (1993 – 1999 років).

2. Інвестування коштів в інвестиційні сертифікати ІСІ в Україні на сучасному етапі відродження промисловості та реального зростання випуску продукції є в 7-10 разів дохідніше, ніж традиційне інвестування в банківські депозити (рівень річної доходності 10–14%), оскільки фонди інвестують кошти в акції первинних виробників, де прибутковість реалізується набагато вище ніж доходність фінансових посередників.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. ЗАКОН УКРАЇНИ «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року N 2299-III // Із змінами і доповненнями, внесеними Законами України станом від 15 грудня 2005 року N 3201-IV
2. ЗАКОН УКРАЇНИ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року N 448/96-ВР // Із змінами і доповненнями, внесеними Законами України станом від 15 березня 2006 року N 3541-IV
3. ЗАКОН УКРАЇНИ «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» від 1 червня 2000 року N 1775-III // Із змінами і доповненнями, внесеними Законами України станом від 27 квітня 2007 року N 994-V
4. ЗАКОН УКРАЇНИ «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року N 3480-IV
5. ЗАКОН УКРАЇНИ «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 року N 1576-XII // Із змінами і доповненнями, внесеними Законом України станом від 27 квітня 2007 року N 997-V
6. ЗАКОН УКРАЇНИ «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року N 710/97-ВР // Із змінами і доповненнями, внесеними Законами України від 27 квітня 2007 року N 997-V
7. Про затвердження роз'яснення щодо застосування статті 42 Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" в частині досягнення мінімального обсягу активів для корпоративних та пайових інвестиційних фондів // ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ РОЗ'ЯСНЕННЯ від 02.11.2006 р. N 9
8. Про схвалення Методичних рекомендацій щодо визначення вартості чистих активів акціонерних товариств // ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ

ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ РІШЕННЯ від 17 листопада 2004 року  
N 485

9. Про затвердження проекту рішення Комісії "Про затвердження Порядку емісії та реєстрації випуску похідних цінних паперів" // ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ РІШЕННЯ від 12 червня 2007 року N 1319

10. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 32 "Інвестиційна нерухомість" // Наказ Міністерства фінансів України від 2 липня 2007 року N 779

11. Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування // Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 9 січня 2003 року N 3 (Із змінами і доповненнями, внесеними рішеннями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку станом від 30 травня 2005 року N 250)

12. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду при їх розміщенні шляхом прилюдної пропозиції // Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 січня 2002 року N 10 (Із змінами і доповненнями, внесеними рішеннями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30 серпня 2005 року N 455)

13. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового (венчурного, недиверсифікованого) інвестиційного фонду при їх приватному розміщенні // Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 січня 2002 року N 9 (Із змінами і доповненнями, внесеними рішеннями Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 30 серпня 2005 року N 454)

14. Про відповідність ВАТ "Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд "Синергія-3" щодо мінімального обсягу активів ІСІ // ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ РІШЕННЯ від 1 вересня 2006 року N 784

15. Про відповідність ВАТ "Закритий недиверсифікований корпоративний інвестиційний фонд "Синергія-2" щодо мінімального обсягу активів ІСІ // ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ РІШЕННЯ від 19 липня 2005 року N 416
16. Про затвердження Типових інвестиційних декларацій // ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ РІШЕННЯ N 16 Протокол засідання Комісії від 3 липня 1997 р. N 13
17. ВАТ "ЗНКІФ "Синергія" – звітні дані на Інтернет- сайті Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України // <http://www.smida.gov.ua>
18. ВАТ "ЗНКІФ "Синергія-2" – звітні дані на Інтернет- сайті Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України // <http://www.smida.gov.ua>
19. ВАТ "ЗНКІФ "Синергія-3" – звітні дані на Інтернет- сайті Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України // <http://www.smida.gov.ua>
20. ВАТ "ЗНКІФ "Синергія-4" – звітні дані на Інтернет- сайті Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України // <http://www.smida.gov.ua>
21. Баскакова М. А. Толковый юридический словарь бизнесмена (русско-английский, английско-русский).-6-е изд., перераб. и доп.- М.: Финансы и статистика, 1994.- 640 с.
22. Батищев В.О. Фондовая биржа и инструменты фондового рынка.- М.: Международные отношения, 2002.- 272 с.
23. Берлач А. І. та ін. Організаційно-правові основи біржової діяльності: Навч. посібник/А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов.- К.: Фенікс, 2000. - 336 с.
24. Беленький П. Механізм розвитку ринкової інфраструктури в Україні // Вісник НАН України №4, 2002р., с.11-17
25. Биржевая деятельность. Учебник/Под ред. проф. А. Г. Грязновой, проф. Р. В. Корнеевой, проф. В. А. Галанова., 3-е изд.,- М.: Финансы и статистика, 2003.- 457 с.
26. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. – К. % Ника-центр, Эльга, 2001.–592 с.



27. Бланк И. А. Торгово-посредническое предпринимательство. Экономические основы биржевой торговли.- К., 1992.- 230 с.
28. Бородулин В. Рынки ценных бумаг США.- М.: Московская центральная фондовая биржа, 2004г.- 520 с.
29. Брігкем Е.Ф. Основи фінансового менеджменту. – К: Діло, 1997. – 867 с.
30. Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки.- М.: Тривола, 2002.- 240с.
31. Быков А.В. и др. Биржевая торговля. ИСИ - что это такое? - Красноярск: Скиф, 2004.- 163с.
32. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 602 с.
33. Варенков С.В. Инвестиционный сертификат, как особый фондовый инструмент // Фондовый рынок, №39, 2003.- с. 39-42.
34. Васильев Г. А., Каменева Н. Г. Организация фондового рынка в Западной Европе / ВЗФЭИ. - М.: Экономическое образование, 2003.- 324 с.
35. Васильев Г. А., Каменева Н. Г. Фондовый рынок и товарные биржи., 3-е изд. переработанное. - М.: Высшая школа, 2001.-317с.
36. Голубович А. Д., Миримская О. М. Биржевая торговля и инвестирование в США., 5-е изд. - М.: МЕНАТЕП-ИНФОРМ, 2004.-678 с.
37. Гудков Ф. В. Инвестиции и ценные бумаги.- М.: ИНФРА-М, 2001.- 263 с.
38. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело, 2-е изд. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 2002.-237с.
39. Довбенко М., Довбенко О. СУЧАСНА ТЕОРІЯ ПОРТФЕЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ // "Економіка України", Науковий журнал, N 4 (521), квітень 2005. - С. 81-92
40. Драчев С. Н. Фондовые рынки США. Основные понятия, механизмы, терминология.- М.: Церих-ПЭЛ, 2001.- 184 с.
41. Карайченцева Г.О. Технології залучення інвестиційних ресурсів на ринку цінних паперів // Збірник наукових праць НДФІ, №3, 2004р., с.27-31

42. Каратуев А. Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. // Учебное пособие.- М.: Деловая литература, 2000.- 256 с.
43. Ковни Де. Ш., Такки К. Стратегия хеджирования.- М.: ИНФРА-М, 1996.- 186с.
44. Колб Роберт У. Финансовые деривативы// Учебник.- М.: Изд. "Филинь", 2001.-411с.
45. Кравчук А. Н. Обращение и регистрация ценных бумаг в странах Западной Европы, США и Японии.- М.: ИНФРА-М, 2003.- 573 с.
46. Лисенков Ю. М., Фетюхіна Н. Б. Ринок цінних паперів: Основні поняття і терміни.- К.: Київський інститут банкірів банку "Україна", 2002.- 346 с.
47. Лысенков Ю. М., Фетюхина Н. В., Зельцер Е. Р. Международный фондовый рынок., 3-е изд. - К.: Киевский институт банкиров банка "Украина", 2004.- 451 с.
48. Марченко О.О Введение в рынок ценных бумаг- К.: Діло., 2003.-265 с.
49. Машина М. В. Фондовая биржа.- М.: Международные отношения, 2002.- 246 с.
50. Мертенс А. В. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории., 7-е изд., - К.: Либідь, 2004.- 679 с.
51. Мобиус М. Руководство для инвестора по развивающимся рынкам.- М.: Инвестиционная компания "Атон", 2000.- 84 с.
52. Мозговой О. Н. Стоимость ценных бумаг- Киев, УАННП "Феникс", 2003.- 154с.
53. Мозговой О. Н. Ценные бумаги // Учебное пособие.- Киев, УАННП "Феникс", 2002.- 122 с.
54. Мусатов В. Т. США: биржа и экономика.- М.: Наука, 2001.- 180 с.
55. Портфельне інвестування : Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с.

56. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации.- М.: Де-Юре, 2003.- 96 с.
57. Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования.- М.: ИНФРА-М, 2000.- 304 с.
58. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Под ред. В. С. Торкановского.- Спб.: АО "Комплекс", 2002.- 421 с.
59. Рынок ценных бумаг: учебник (под ред. В. А. Галанова и А. И. Басова.- М.: Финансы и статистика, 2002.- 352 с.
60. Фельдман А. Б. Основы рынка производных ценных бумаг // Учебно-практическое пособие.- М.: ИНФРА-М, 1999.- 96 с.
61. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник: Курс лекцій/ за ред. Проф.Г.Г.Кірейцева. – Житомир: ЖГГІ 2001. – 432 с.
62. Фондовые рынки США. Основные понятия, механизмы, терминология.- М.: Церих-ПЭЛ, 2003.- 184 с.
63. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада.- М.: Аи Кью, 2003. – 127с.
64. Шмелев О.Б. Финансовый рынок Европы: монография., М.: Издательство МГУ, 2004г., 237с.
65. Шмелев О.Б. Паевые фонды Германии // Рынок ценных бумаг, №7, 2003, с.15-18.
66. Ярмольник Г.Н. Банки, биржи, ценные бумаги., М.: Финансы и статистика., 2003г., - 278с.
67. Якименко П.П. Биржевая деятельность: учебник., Таганрог, 2002г., - 351с.
68. Markowitz, H. "Portfolio Selection". Journal of Finance 7, March 1952.
69. Sharpe, W. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". Journal of Finance 19, September 1964.
70. [HTTP://WWW.SSMSC.GOV.UA](http://WWW.SSMSC.GOV.UA) – Офіційний Інтернет-сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку
71. [HTTP://WWW.KINTO.COM](http://WWW.KINTO.COM) – Офіційний Інтернет-сайт компанії по управлінню активами КІНТО

72. [HTTP://WWW.SMIDA.gov.UA](http://www.smida.gov.ua) -офіційний сайт Державного комітету з цінних паперів та фондового ринку України

73. [HTTP://WWW.UAIB.com.UA](http://www.uaib.com.ua) -офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу

74. [HTTP://WWW.EFAMA.COM](http://www.efama.com) -офіційний сайт ЄАУФА (EFAMA) – представницької асоціації європейської індустрії інвестиційного менеджменту

## Додаток А

Таблиця А.1

БАЛАНС - ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ЗАКРИТИЙ НЕДИВЕРСИФІКОВАНИЙ КОРПОРАТИВНИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ФОНД "СИНЕРГІЯ"(ЄДРПОУ 32310832)					
Актив	Код рядка	На 01.01.2003	На 31.12.2003	На 31.12.2004	На 31.12.2005
		тис.грн.			
<b>I. Необоротні активи</b>					
<b>Усього за розділом I</b>	<b>80</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II. Оборотні активи</b>					
Дебіторська заборгованість за розрахунками:					
з бюджетом	170	0,00	0,00	0,00	0,00
за виданими авансами	180	0,00	0,00	80,90	78,30
з нарахованих доходів	190	0,00	13,10	21,90	136,10
із внутрішніх розрахунків	200	0,00	0,00	0,00	0,00
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	0,00	0,00	0,00	0,00
Поточні фінансові інвестиції	220	0,00	4 622,60	21 854,80	40 591,10
Грошові кошти та їх еквіваленти:					
в національній валюті	230	0,00	949,40	2 859,20	11 758,40
в іноземній валюті	240	0,00	0,00	0,00	0,00
Інші оборотні активи	250	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Усього за розділом II</b>	<b>260</b>	<b>0,00</b>	<b>5 585,20</b>	<b>24 843,90</b>	<b>52 564,00</b>
<b>III. Витрати майбутніх періодів</b>					
<b>Баланс</b>	<b>280</b>	<b>0,00</b>	<b>5 585,20</b>	<b>24 843,90</b>	<b>52 564,00</b>
Пасив	Код рядка	На 01.01.2003	На 31.12.2003	На 31.12.2004	На 31.12.2005
<b>I. Власний капітал</b>					
Статутний капітал	300	0,00	12 500,00	12 500,00	7 280,00
Пайовий капітал	310	0,00	0,00	0,00	0,00
Додатковий вкладений капітал	320	0,00	399,50	4 125,10	6 698,40
Інший додатковий капітал	330	0,00	0,00	0,00	0,00
Резервний капітал	340	0,00	0,00	0,00	0,00
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	0,00	1 115,30	13 999,20	38 555,70
Неоплачений капітал	360	0,00	8 430,00	5 790,00	0,00
Вилучений капітал	370	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Усього за розділом I</b>	<b>380</b>	<b>0,00</b>	<b>5 584,80</b>	<b>24 834,30</b>	<b>52 534,10</b>
<b>II. Забезпечення наступних витрат і платежів</b>					
<b>Усього за розділом II</b>	<b>430</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>III. Довгострокові зобов'язання</b>					
<b>Усього за розділом III</b>	<b>480</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV. Поточні зобов'язання</b>					
<b>Усього за розділом IV</b>	<b>620</b>	<b>0,00</b>	<b>0,40</b>	<b>9,60</b>	<b>29,90</b>
<b>V. Доходи майбутніх періодів</b>					
<b>Баланс</b>	<b>640</b>	<b>0,00</b>	<b>5 585,20</b>	<b>24 843,90</b>	<b>52 564,00</b>

Таблиця А.2

ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ - ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ЗАКРИТИЙ НЕДИВЕРСИФІКОВАНИЙ КОРПОРАТИВНИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ФОНД "СИНЕРГІЯ"(ЄДРПОУ 32310832)				
Стаття	Код рядка	За 2005 рік	За 2004 рік	За 2003 рік
Доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	10	21 189,60	4 219,20	690,8
Податок на додану вартість	15	(0)	(0)	(0)
Акцизний збір	20	(0)	(0)	(0)
	25	(0)	(0)	(0)
Інші виражування з доходу	30	(0)	(0)	(0)
Чистий доход (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	35	21 189,60	4 219,20	690,8
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	40	(21 137,7)	(3 384,9)	(682,9)
Валовий:				
прибуток	50	51,9	834,3	7,9
збиток	55	(0)	(0)	(0)
Інші операційні доходи	60	460,3	186,2	29,1
Адміністративні витрати	70	(0)	(0)	(10,1)
Витрати на збут	80	(0)	(0)	(0)
Інші операційні витрати	90	(1 351,5)	(418,3)	(111,5)
Фінансові результати від операційної діяльності:				
прибуток	100	0	602,2	0
збиток	105	(839,3)	(0)	(84,6)
Доход від участі в капіталі	110	0	0	0
Інші фінансові доходи	120	529,7	298,6	0
Інші доходи	130	48 310,40	17 887	1 824,30
Фінансові витрати	140	(0)	(0)	(0)
Втрати від участі в капіталі	150	(0)	(0)	(0)
Інші витрати	160	(23 444,3)	(5 903,9)	(624,4)
Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування:				
прибуток	170	24 556,50	12 883,90	1 115,30
збиток	175	(0)	(0)	(0)
Податок на прибуток від звичайної діяльності	180	0	0	0
Дохід з податку на прибуток від звичайної діяльності	185	0	0	0
Фінансові результати від звичайної діяльності:				
прибуток	190	24 556,50	12 883,90	1 115,30
збиток	195	(0)	(0)	(0)
Надзвичайні:				
доходи	200	0	0	0
витрати	205	(0)	(0)	(0)
Податки з надзвичайного прибутку	210	0	0	0
Чистий:				
прибуток	220	24 556,50	12 883,90	1 115,30
збиток	225	(0)	(0)	(0)
<b>II. ЕЛЕМЕНТИ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ</b>				
Найменування показника	Код рядка	За звітний період	За попередній період	За звітний період
	1	2	3	4
Матеріальні затрати	230	0	0	0
Витрати на оплату праці	240	0	0	0
Відрачування на соціальні заходи	250	0	0	0
Амортизація	260	0	0	0
Інші операційні витрати	270	1 351,50	418,3	121,6
Разом	280	1 351,50	418,3	121,6
<b>III. РОЗРАХУНОК ПОКАЗНИКІВ ПРИБУТКОВОСТІ АКЦІЙ</b>				
Назва статті	Код рядка	За звітний період	За попередній період	За звітний період
	1	2	3	4
Середньорічна кількість простих акцій	300	728	671	290,7
Скоригована середньорічна кількість простих акцій	310	728	671	840,4
Чистий прибуток, (збиток) на одну просту акцію	320	33,7	19,2	3,8
Скоригований чистий прибуток, (збиток) на одну просту акцію	330	33,7	19,2	1,3
Дивіденди на одну просту акцію, %	340	337	192	13