

УДК 330.332.01

DOI: 10.31673/2415-8089.2019.021120

Стецюк П.А., д.е.н., проф.,
Державний університет
телекомунікацій

МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ ПІДПРИЄМСТВ

У роботі розкрито авторський методичний підхід до визначення цілей, принципів, завдань та інструментів формування інвестиційного портфеля підприємств виробничої сфери з урахування особливостей розвитку та функціонування вітчизняного інвестиційного ринку. Охарактеризовано передумови та принципи практичної реалізації завдання формування інвестиційного портфеля. Розкрито логічну послідовність етапів формування інвестиційного портфеля з урахуванням визначених принципів. Встановлено, що визначальним фактором при прийнятті рішення про включення об'єкта у портфель є його інвестиційні якості. Визначено важливість наявності альтернативних варіантів вкладення інвестиційних ресурсів для об'єктивної оцінки інвестиційних якостей об'єктів інвестування. Розглянуто основні фактори, що впливають на прийняття рішень щодо формування портфеля цінних паперів. Встановлено, що різноманітність способів формування очікуваного доходу фінансових інструментів потребує виділення окремих моделей оцінки їх теперішньої вартості, наведено математичні формули такої оцінки. Наведено характеристики та сферу застосування основних методів моделювання портфеля або ранжування потенційних об'єктів інвестування у ситуації, коли є кілька об'єктів інвестування, кожен з яких задовольняє інвестора за критерієм доходності, але за загальним обсягом необхідних інвестицій перевищує можливості інвестора.

Ключові слова: інвестиційна діяльність, об'єкт інвестування, реальні інвестиції, фінансові інвестиції, інвестиційний портфель, фінансові інструменти, доходність, ризик, ліквідність.

Постановка проблеми. Інвестиційна діяльність відіграє ключову роль у забезпеченні розширеного відтворення підприємства, його перспективного економічного розвитку та конкурентоспроможності. Завдяки інвестиціям підприємством забезпечує відтворення та розширення свого економічного потенціалу; здійснює модернізацію та диверсифікацію виробництва; підвищення рівня конкурентоспроможності та максимізацію прибутку; вирішення багатьох інших економічних та соціальних проблем.

Кожен з об'єктів інвестиційної діяльності підприємства має специфічні інвестиційні якості, які проявляються в індивідуальних показниках доходності, ризику та ліквідності. Рівень та динаміка цих показників не завжди відповідає поточним та стратегічним завданням інвестора. Тому з'являється необхідність пошуку та підбору такого набору об'єктів інвестування, поєднання властивостей яких забезпечує досягнення бажаних цілей та економічних інтересів підприємства. Такий набір об'єктів інвестування називають інвестиційним портфелем. Його формування представляє один із найбільш складних аспектів управління інвестиційною діяльністю. Тому наукове обґрунтування методичних підходів до практичної реалізації цього завдання має високу теоретичну та прикладну актуальність.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Портфельна теорія представляє собою

один з найбільш розроблених та теоретично обґрунтованих розділів неокласичної фінансової теорії. Її проблемні питання знаходилися в полі зору наукових інтересів плеяди видатних економістів У. Баффета, Ф. Блека, Дж. Лінтнера, Г. Марковіца, Р. Мертона, М. Міллера, Ф. Модильяні, М. Скоулза, Дж. Тобіна, Ю. Фама, М. Фрідмана, В. Шарпа [1-9]. Однак більшість фундаментальні ідеї цих та інших закордонних дослідників не можуть безпосередньо використані у вітчизняній практиці та потребують розробки адаптаційних механізмів їх використання у відповідності із специфікою інвестиційного ринку України. Саме у цьому контексті проводять свої дослідження вітчизняні дослідники С. Бесараб, І. Бланк, О. Гудзь, Р. Лупак, М. Мироненко, Г. Смалюк [10-15] та ряд інших науковців.

Метою статті є аналіз існуючих та обґрунтування авторського методичного підходу до визначення цілей, принципів, завдань та інструментів формування інвестиційного портфеля підприємств з урахування особливостей розвитку та функціонування вітчизняного інвестиційного ринку.

Виклад основного матеріалу. У науковій літературі представлено широке коло економічних інтерпретацій інвестиційного портфелю. Однак суттєвих відмінностей між ними немає. Тому його можна розглядати як цілеспрямовано сформована за встановленими інвестором якісними та кількісними параметрами сукупність об'єктів інвестування, що виступають єдиним об'єктом управління та забезпечують реалізацію його інвестиційних стратегічних цілей і поточних завдань інвестиційної діяльності.

Підприємства, які здійснюють свою економічну діяльність у виробничій сфері, найбільшу перевагу надають формуванню портфеля реальних інвестиційних проектів. І лише у випадку наявності значного обсягу вільних грошових коштів вони можуть включати до своїх інвестиційних портфелів також і фондові інструменти.

Практичне формування інвестиційного портфеля здійснюється на основі розробленої підприємством інвестиційної стратегії, визначених основних цілей інвестиційної політики, оцінки інвестиційного клімату, стану та динаміки кон'юнктури інвестиційного ринку в цілому та в окремих його сегментах. При цьому критеріями відбору виступають цільові пріоритети формування інвестиційного портфеля.

На початковому етапі формування інвестиційного портфеля необхідно визначити два ключові параметри, які мають значний вплив на управління портфелем у подальшому:

- встановити тип портфеля, тобто визначити його цільову спрямованість (отримання високого інвестиційного доходу у короткостроковому періоді чи отримання капіталу та приріст курсової вартості фінансових інструментів);
- визначити прийнятний компроміс у співвідношенні рівнів дохідності та ризику фінансових інструментів з урахуванням фундаментального принципу інвестування: чим вищий потенційний ризик характерний для оцінюваного об'єкта інвестування, тим вищий потенційний дохід він повинен забезпечувати інвестору.

У загальному випадку інвестор повинен намагатися сформуванню збалансований портфель, у якому в бажаній пропорції поєднуються всі основні цілі портфельного інвестування що забезпечують реалізацію основних завдань його інвестиційної політики. Для реалізації цього завдання теорією портфельного інвестування розроблені основні принципи формування інвестиційного портфеля, дотримання яких забезпечує отримання позитивного результату. Основні з них такі:

- забезпечення реалізації інвестиційної стратегії;
- забезпечення відповідності обсягів та структури портфеля обсягам та структурі джерел його формування;
- оптимізації співвідношення дохідності та ризику інвестицій;
- оптимізації співвідношення параметрів дохідності та ліквідності інвестицій;
- забезпечення керованості інвестиційного портфеля.

Формування інвестиційного портфеля з урахуванням зазначених принципів має відповідати певній логічній послідовності.

На першому етапі інвестор повинен ідентифікувати головну мету формування інвестиційного портфеля. Як правило, ця мета передбачає забезпечення реалізації основної мети та завдань інвестиційної стратегії підприємства шляхом комбінування найбільш доходних та безпечних об'єктів інвестування. Затим головна мета конкретизується у розрізі ключових цільових напрямків формування портфеля. Важливе значення у складі цього етапу має визначення системи пріоритетів та їх ранжування. До таких пріоритетів можуть включатися прийнятний рівень інвестиційних ризиків, мінімальні розміри прогнозованих доходів та прибутку, темпи зростання капіталу інвестора, допустимі відхилення фактичних результатів від запланованих. Все це визначає тип інвестиційного портфеля. Вибір цільових орієнтирів та пріоритетів здійснюється з урахуванням сучасного стану та прогнозованої динаміки основних параметрів інвестиційного клімату та кон'юнктури тих сегментів інвестиційного ринку, на яких планується майбутня діяльність інвестора.

Другий етап формування інвестиційного портфеля рекомендується присвятити проведенню попереднього аналізу реальних ресурсних можливостей інвестора, оцінці інвестиційної привабливості зовнішнього економічного середовища, визначення допустимого рівня ризику у контексті доходності та ліквідності балансу інвестора. За результатами цього аналізу визначаються основні кількісні параметри та якісні характеристики інвестиційного портфеля, проводиться оптимізація співвідношення між різними видами інвестиційних активів у рамках всього портфеля з урахуванням можливостей щодо формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів за рахунок доступних інвестору джерел. У зв'язку з цим на даному етапі передбачається розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів.

Третій етап передбачає селекцію з наявних альтернатив конкретних проектів, видів цінних паперів, інших фінансових інструментів, сукупність яких повною мірою відповідає бажаним параметрам інвестиційного портфеля. При цьому проводиться порівняльна оцінка інвестиційних якостей кожного об'єкта інвестування з використанням методів їх ранжирування та остаточного відбору.

Четвертий етап включає постійний моніторинг ефективності інвестиційного портфеля, необхідність проведення якого обумовлена висковою варіативністю та динамічністю зміни економічних умов господарювання, інвестиційної привабливості включених до портфеля інструментів, цілей та пріоритетів підприємства на окремих етапах його життєвого циклу. Моніторинг передбачає оцінку рівнів його доходності, ризику та ліквідності в цілому, проведення у разі потреби диверсифікації інвестування та остаточну оптимізацію структури портфеля.

У подальшому здійснюється процес управління сформованим інвестиційним портфелем. При несприятливих змінах ключових параметрів доходності та ризику окремих інструментів портфеля інвестор може змінювати його обсяг та структуру шляхом продажу та придбання інших фінансових інструментів. У процесі управління портфелем інвестор повинен бути готовий до прийняття своєчасного рішення про вихід з неефективних проектів та продажу окремих фінансових інструментів, а також про реінвестування вивільненого капіталу.

Одним з найбільш складних етапів формування інвестиційного портфеля є підбір конкретних об'єктів інвестування на основі оцінки їх інвестиційних якостей. Інвестиційні якості об'єктів інвестування виступають визначальним фактором при прийнятті рішення про включення об'єкта у портфель або про відмову від нього.

Оцінка інвестиційних якостей об'єктів інвестування передбачає наявність альтернативних варіантів вкладення інвестиційних ресурсів. З урахуванням цього процес селекції інвестиційних об'єктів при їх відборі для включення до інвестиційного портфеля передбачає наступні етапи:

- оцінку кожного з альтернативних інвестиційних об'єктів за допомогою показників ефективності на відповідність їх критеріям прийнятності;
- порівняльну оцінку об'єктів між собою та їх ранжування за встановленими критеріями

пріоритетності;

– вибір набору інвестиційних об'єктів, які забезпечують інвестору бажане співвідношення ефективності, ризику та ліквідності.

Фінансовий ринки в Україні мають порівняно коротку історію. Їх формування та розвиток пов'язані з ринковою трансформацією економіки, тому знаходились під впливом негативних факторів, пов'язаних з цим процесом. Серед них основними джерелами формування проблем є загальна економічна нестабільність, економічні деформації у процесі приватизації, низький рівень капіталізації виробничої та банківської сфер, довготривалі інфляційні процеси, низький інвестиційний потенціал та недовіра населення до інститутів вітчизняної фінансової системи, питання платоспроможності та фінансової стійкості багатьох вітчизняних підприємств виробничої сфери тощо.

У зв'язку з цим положення та рекомендації сучасної портфельної теорії при визначенні засадничих принципів формування портфеля фінансових інструментів вітчизняними інвесторами використовуються лише в частині тих аспектів, які можуть бути адаптовані до вітчизняної економічної практики. При цьому необхідно враховувати специфічні форми прояву різних факторів, що впливають на вибір фондових цінностей для портфельного інвестування.

Фінансові інструменти, які обертаються на фондовому ринку, оцінюються за їх інвестиційними якостями. Розглянемо основні фактори, що впливають на прийняття рішень щодо формування портфеля цінних паперів.

Цільові пріоритети фінансового інвестування. Вони визначають вибір конкретного типу портфеля цінних паперів, або вибір співвідношення ризику, доходу та ліквідності фондових інструментів. Тобто, інвестор надаватиме перевагу тим видам цінних паперів, інвестиційні якості яких найбільш адекватні властивостям найкращого з його точки зору типу інвестиційного портфеля.

Умови роботи на українському фондовому ринку обмежують число різновидів портфелів фінансових інвестицій та їх специфіку, що викликано насамперед обмеженістю числа інвестиційно привабливих фінансових інструментів, домінуванням на фондовому ринку державних цінних паперів та банківських інституцій у якості ключових операторів, нестабільністю ринкової кон'юнктури, різкими змінами котирувань цінних паперів, високими ризиками, спекулятивним настроєм більшості учасників ринку.

Співвідношення безпеки та доходності фінансових інвестицій. У даному контексті безпека розглядається як стабільність доходів та захищеність вкладень інвестиційних ресурсів в умовах швидкої зміни основних параметрів кон'юнктури інвестиційного ринку. Рівень доходності фінансових інвестицій багато в чому визначається способами отримання доходів по них. Так, акція може приносити дохід у вигляді різниці її курсової вартості на момент продажу та покупки, а також дивіденди. Облігація – у вигляді фіксованого процентного платежу, дисконтного доходу, виграшу. Але, по суті, жоден вид або тип цінних паперів не може задовольнити інвестора за усіма його ключовими параметрами. Кожен фінансовий інструмент має свої переваги та недоліки, а тому в більшій чи меншій мірі відповідає запитам та економічним інтересам інвестора.

Доходність фінансових інструментів визначається величиною доходу та зростанням курсової вартості у порівнянні з величиною інвестованих коштів. Тобто ефективність інвестицій у фінансові інструменти оцінюється шляхом співставлення ефекту або доходу від інвестицій з величиною ресурсів, витрачених на його отримання. При співставленні сум витрат та доходів заплановані надходження від інвестицій повинні бути приведені до теперішнього часу за допомогою методу дисконтування.

На величину майбутньої вартості фінансового інструменту впливають два основних фактори.

1. *Рівень відсоткової ставки або норми дисконту,* що використовується в операції дисконтуванні. При визначенні норми дисконту, яка відповідає конкретному об'єкту фінансового інвестування, до уваги приймають середньозважену вартість джерел

формування інвестиційних ресурсів, прогнозовані темпи інфляції, величину премії за інвестиційний ризик, адекватну даному фінансовому інструменту. У практиці інвестиційного менеджменту зарубіжних підприємств для визначення норми дисконту використовується цінова модель капітальних активів. В умовах українського фондового ринку з метою розрахунку норми дисконту доцільніше визначати середньозважену вартість джерел формування інвестиційних ресурсів. Це обумовлено як труднощами встановлення еквівалента чи еталона безризикових інвестицій на вітчизняному фондовому ринку, так і складових премії за ризик. Тому показник середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів краще відображає фінансові можливості інвестора.

2. *Величина грошового потоку від інвестиції.* При формуванні грошових потоків від вкладень у різні фінансові інструменти необхідно окремо виділяти цінні папери по їх типу та виду, оскільки вони генерують дохід різними способами. Так, за борговими цінними паперами (облігаціями) дохід формується з їх вартості на момент погашення та виплат встановлених процентних доходів по них. Можуть бути різні варіанти виплати процентних доходів за борговими фінансовими інструментами: без виплати відсотків, виплати відбуваються періодично, виплачується вся сума відсотків при погашенні цінних паперів тощо.

По акціях публічних товариств дохід залежить від тривалості періоду, протягом якого цінні папери будуть перебувати у портфелі інвестора. Якщо цей термін не визначений або необмежений, то дохід по акції складається з сум нарахованих дивідендів. Якщо ж інвестор планує реалізувати цей вид акцій через певний проміжок часу, то крім дивідендів він отримає дохід у вигляді курсової різниці. По акціях, як за простими, так і за привілейованими, формування дивідендного доходу залежить від дивідендної політики емітента та умов обігу на ринку конкретних видів акцій. Тому грошові потоки від дивідендів по акціях можуть носити непостійний характер.

У зв'язку з різноманітністю способів формування очікуваного доходу фінансових інструментів виділяють наступні моделі оцінки теперішньої вартості фінансових активів (табл. 1).

Таблиця 1

Моделі оцінки фінансових інструментів

Акції		Облігації	
Зі стабільним рівнем дивідендів	$PV_A = \frac{D}{r}$	Без виплати відсотків	$PV_O = \frac{N_O}{(1+r)^n}$
З постійно зростаючим рівнем дивідендів	$PV_A = \frac{DP(1+f)}{r} \times r - f$	З періодичною виплатою відсотків	$PV_O = \sum_{t=1}^n \frac{P_O}{(1+r)^t} + \frac{N_O}{(1+r)^n}$
З непостійним рівнем дивідендів	$PV_A = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t}$	З виплатою всієї суми відсотків при погашенні	$PV_O = \frac{N_O + P_t}{(1+r)^n}$

Позначення у формулах

PV_A – поточна вартість акції; r – норма поточної дохідності акції; DP – сума останнього сплаченого дивіденду; D_t – сума дивідендів в періоді t ; f – темп зростання дивідендів.	PV_O – поточна вартість облігації; N_O – номінал облігації; r – норма поточної дохідності облігації; P_O – сума відсотка по облігації; P_t – сума відсотків по облігації при погашенні n – число років (інших періодів), що залишаються до погашення облігації.
---	--

Інвестиційні якості об'єктів інвестування відіграють ключове значення у процесі

формування структури інвестиційного портфеля. Саме від його структури та обраного поєднання об'єктів інвестування залежить успіх роботи інвестора, рівень досягнення його інвестиційних цілей. Крім того, структура портфеля має безпосередній вплив на способи та методи управління портфелем у подальшому. У зв'язку з цим на етапі формування портфеля необхідно визначити, які об'єкти інвестування з усіх доступних та оцінених за критеріями їх інвестиційних якостей повинні бути включені до портфеля.

У табл. 2 відображені етапи вибору об'єктів інвестування для реальних інвестиційних проектів та фінансових інструментів.

Таблиця 2

Етапи вибору об'єктів інвестування для реальних інвестиційних проектів та фінансових вкладень у цінні папери

Етап	Реальний інвестиційний проект	Фінансові інструменти
Пошук варіантів для можливої реалізації	Здійснюється підприємством і за відсутності вільних фінансових ресурсів. Паралельно опрацьовується питання формування фінансових ресурсів, у тому числі за рахунок зовнішніх джерел	Інвестуються, як правило, вільні фінансові ресурси
Розгляд та оцінка бізнес-планів	Обов'язкова наявність та розгляд бізнес-плану	Вивчення кон'юнктури ринку цінних паперів. Технічний та фундамен-тальний аналіз індексів фондового ринку
Первинний відбір за критеріями позитивних значень	Широке коло показників щодо: – відповідності іміджу підприємства; – ступінь опрацьованості проекту і його забезпеченість факторами виробництва; – показники інвестиційної привабливості та ризику; – джерела фінансування; – інші показники.	В основному показники інвестиційної привабливості та ринкової оцінки
Експертиза	Ретельна експертиза у зв'язку з високим рівнем відповідальності за обсягом інвестованих ресурсів	Менша ступінь відповідальності при більшому рівні ліквідності, але й більшому рівні ризику
Остаточний вибір	Означає початок складного процесу реалізації проекту	Означає придбання цінних паперів, моніторинг ринку аналогічних об'єктів
Реалізація	Тривалий етап з великими витратами та без отримання доходу	Отримання доходу у вигляді дивідендів і зростання курсової вартості
Достроковий вихід	Оцінка вартості незавершеного будівництва, продаж об'єкта. Вимагає значного часу і нових витрат	Продаж цінних паперів та реінвестування коштів не вимагають багато часу

Оцінка переваг і недоліків передбачуваних об'єктів інвестування повинна бути пов'язана з роботою по забезпеченню процесу формування портфеля достатніми фінансовими ресурсами. У ситуації, коли є кілька об'єктів інвестування, кожен з яких задовольняє інвестора за критерієм доходності, але за загальним обсягом необхідних інвестицій перевищує можливості інвестора, використовуються методи моделювання портфеля або ранжування потенційних об'єктів інвестування.

До таких методів належать.

1. *Метод вибору по Парето*, в якому найкращим з числа пропонувананих об'єктів є той, для якого немає жодного об'єкта за заданими критеріями не гірше, а хоча б за одним показником краще.

Як правило, об'єкти портфельного інвестування порівнюються за наступними показниками:

– комерційна ефективність інвестицій (чиста теперішня вартість (*NPV*), індекс доходності (*BCR*), внутрішня норма доходності (*IRR*), термін окупності (*TO*), рентабельність

інвестицій (PI);

- рівень ризику (коефіцієнт варіації (V), β -коефіцієнт);
- рейтинги надійності емітентів акцій;
- кредитні рейтинги емітентів облігацій.

Для характеристики переваг та недоліків кожного об'єкта інвестування вони ранжуються за заданими показниками у порядку зростання. Потім складаються таблиці переваг, в яких об'єкти порівнюються попарно.

Недоліком правила Парето є те, що часто воно дає більшу кількість варіантів бажаних об'єктів, ніж це необхідно інвестору в умовах обмеженості його інвестиційних ресурсів. Для усунення зазначеного недоліку можна використати метод вибору по Борда.

2. *Метод вибору по Борда* передбачає ранжування об'єктів інвестування за значенням кожного критеріального показника у порядку зниження його величини з присвоєнням відповідного значення рангу, на основі якого у подальшому розраховується сумарний ранг кожного об'єкта. Перевагу отримує той варіант, який має максимальне значення сумарного рангу. Цей метод дозволяє провести кілька турів відбору, коли переможці попередніх турів виключається із подальшого розгляду, а вся процедура відбору проводиться повторно.

3. *Метод вибору за питомими вагами показників*, у процесі якого самі критеріальні показники ранжуються за значимістю та пріоритетністю для інвестора. Кожному критеріальному показнику присвоюється значення питомої ваги (в частках одиниці), а сума вагових значень усіх показників дорівнює 1. Значення рангів показників для кожного інвестиційного проекту зважуються за питомими вагами самих показників і підсумовується. Результуючі ранги порівнюються між собою. При цьому найкращим вважається об'єкт з найбільшим значенням такого зваженого рангу.

4. *Методи лінійного програмування* досить поширені в інвестиційній практиці і дозволяють розв'язувати задачу максимізації доходності портфеля при встановлених інвестором обмеженнях. У якості критеріального індикатора доходності, з яким проводиться процедура максимізації, теорія інвестиційного аналізу рекомендує використовувати показник сумарної чистої теперішньої вартості інвестиційного портфеля.

При цьому можуть встановлюватися такі обмеження:

- загальний обсяг інвестицій по об'єктах у складі портфеля не повинен перевищувати обсяг інвестиційних ресурсів, виділених для фінансування інвестицій;
- мінімальна внутрішня норма прибутковості по об'єктах в складі інвестиційного портфеля (IRR) повинна бути не менше вартості передбачуваних інвестиційних ресурсів або встановленої інвестором норми дисконту;
- максимальний термін окупності по об'єктах у складі портфеля не повинен бути більше встановленого інвестором обмеження по часових термінах;
- інші показники, які є важливими для інвестора.

Алгоритм розв'язання задачі полягає у тому, що при формуванні інвестиційного портфеля в нього включаються послідовно об'єкти у порядку зниження їх рангу до тих пір, поки вони можуть інвестуватися у повному обсязі при виконанні встановлених обмежень. Якщо при розгляді чергового об'єкта інвестицій він не може бути профінансований у повному обсязі, то розглядається варіант його дроблення, з тим щоб підприємство реалізовувало частину об'єкта. Якщо це неможливо, то в портфель може включатися наступний об'єкт за розглянутим, і так до тих пір, поки обсяг інвестиції не буде вичерпаний.

Можливий варіант розгляду різних комбінацій об'єктів інвестицій при невеликій їх загальній кількості. У цьому випадку розглядаються усі можливі поєднання об'єктів та вибирається інвестиційний портфель, адекватний відповідним показникам, що задовольняють уподобання та економічні інтереси інвестора.

Висновки. З метою обґрунтування управлінських рішень щодо визначення цілей, принципів, завдань та інструментів запропоновано авторський методичний підхід до формування інвестиційного портфеля підприємств виробничої сфери з урахування особливостей розвитку та функціонування вітчизняного інвестиційного ринку. Розкрито

основні передумови, принципи та логіку етапів формування інвестиційного портфеля. Розглянуто основні моделі визначення теперішньої вартості фінансових інструментів, яких основою оцінки їх інвестиційної якості. Охарактеризовано основні методи моделювання портфеля та ранжування потенційних об'єктів інвестування для включення їх до складу інвестиційного портфелю.

Список використаної літератури

1. Black F. The Capital Asset Pricing Model: some empirical tests . *Studies in the Theory of Capital Markets*. 1972. P. 79–124.
2. Lintner J. Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*. 1965. Vol. 20. № 4. P. 587–615.
3. Markowitz H. M. Foundations of Portfolio Theory. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. № 2. P. 469–477.
4. Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1973. Spring. P.141-183.
5. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. P. 261–297.
6. Tobin J. The Portfolio Selection. London: Macmillan and Co., 1965. 445 p.
7. Fama E.F. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 116. № 1. P. 1–22.
8. Friedman M. The utility analysis of choices involving risk. *Journal of Political Economy*. 1948. Vol. 56. № 4. P. 279–304.
9. Sharpe W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964. Vol. 19. № 3. P. 425–442.
10. Бесараб С. О. Комплексна модель управління інвестиційною діяльністю підприємств. *Стратегія економічного розвитку України*. 2017. № 40. С. 86–92.
11. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент: учебный курс. Киев: Ника-Центр: Эльга-Н, 2002. 448с.
12. Гудзь О.Є. Гармонізація механізму стратегічного управління інноваційним розвитком підприємства. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2015. Вип. 3. С. 272-277.
13. Лупак Р. Л. Концептуальні підходи до портфельного інвестування підприємствами. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2015. Вип. 15. Ч. 2. С. 60-62.
14. Мироненко М.Ю. Проблеми формування інвестиційного портфеля. *Сталий розвиток економіки*. 2011. №4. С. 308- 311.
15. Смалюк Г. Теоретичні основи системного підходу до формування та реалізації інвестиційного портфеля. URL: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/prvs/2009_2/0717.pdf.

REFERENCES

1. Black, F., Scholes, M. (1972). The Capital Asset Pricing Model: some empirical tests. *Studies in the Theory of Capital Markets*, 79–124.
2. Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*, (4 (20)), 587–615.
3. Markowitz, H. M. (1991). Foundations of Portfolio Theory. *The Journal of Finance*, (2(46)), 469–477.
4. Merton, R.C. (1973). Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*, (Spring), 141-183.
5. Modigliani, F., Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, (48), 261–297.
6. Tobin, J. (1965). The Portfolio Selection. – London: Macmillan and Co.

7. Fama, E.F., French, K.R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. (1(116), 1–22.
8. Friedman, M., Savage, L.J. (1948) The utility analysis of choices involving risk. *Journal of Political Economy*, (4 (56)), 279–304.
9. Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, (3 (19), 425–442.
10. Besarab, S. O. (2017). Kompleksna model upravlinnia investytsiinoiu diialnistiu pidpriemstv [Complex model of management of investment activity of enterprises]. *Stratehiia ekonomichnoho rozvytku Ukrainy*, (40), 86-92.
11. Blank, I. A. (2002). Investitsionnyi menedzhment [Investment management]. Kiev: Nika-Tsent: Elga-N.
12. Hudz O.Ye. (2015). Harmonizatsiia mekhanizmu stratehichnoho upravlinnia innovatsiinym rozvytkom pidpriemstva [Harmonization of the mechanism of strategic management of enterprise innovation development]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky*, (3), 272-277.
13. Lupak, R.L., Mihushchenko, Yu. V. (2015). Kontseptualni pidkhody do portfelnoho investuvannya pidpriemstvamy [Conceptual approaches to portfolio investment by enterprises]. *Naukovyi visnyk Khersonskoho derzhavnoho universytetu. Ekonomichni nauky*, (15, part 2), 60-62.
14. Myronenko, M.Yu., Simonova, I.V. (2011). Problemy formuvannya investytsiinoho portfelia [Problems of forming an investment portfolio]. *Stalyi rozvytok ekonomiky*, (4), 308-311.
15. Smaliuk, H. (2009). Teoretychni osnovy systemnoho pidkhodu do formuvannya ta realizatsii investytsiinoho portfelia [Theoretical Foundations of the System Approach to the Formation and Implementation of an Investment Portfolio]. Retrieved from http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/prvs/2009_2/0717.pdf.

СТЕЦЮК ПЕТР АНТОНОВИЧ. МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ. В работе раскрыт авторский методический подход к определению целей, принципов, задач и инструментов формирования инвестиционного портфеля предприятий производственной сферы с учетом особенностей развития и функционирования отечественного инвестиционного рынка. Охарактеризованы предпосылки и принципы практической реализации задачи формирования инвестиционного портфеля. Раскрыта логическую последовательность этапов формирования инвестиционного портфеля с учетом этих принципов. Установлено, что определяющим фактором при принятии решения о включении объекта в портфель является его инвестиционные качества. Определена важность наличия альтернативных вариантов вложения инвестиционных ресурсов для объективной оценки инвестиционных качеств объектов инвестирования. Рассмотрены основные факторы, влияющие на принятие решений по формированию портфеля ценных бумаг. Установлено, что разнообразие способов формирования ожидаемого дохода финансовых инструментов требует выделения отдельных моделей оценки их текущей стоимости, приведены математические формулы такой оценки. Приведены характеристики и область применения основных методов моделирования портфеля или ранжирование потенциальных объектов инвестирования в ситуации, когда есть несколько объектов инвестирования, каждый из которых удовлетворяет инвестора по критерию доходности, но по общему объему необходимых инвестиций превышает возможности инвестора.

Ключевые слова: инвестиционная деятельность, объект инвестирования, реальные инвестиции, финансовые инвестиции, инвестиционный портфель, финансовые инструменты, доходность, риск, ликвидность.

STETSIUK PETRO. METHODOICAL ASPECTS OF THE FORMATION OF THE INVESTMENT PORTFOLIO OF ENTERPRISES. *The paper reveals the author's methodical approach to the definition of goals, principles, tasks and tools for the formation of the investment portfolio of enterprises in the production sector, taking into account the peculiarities of the development and functioning of the domestic investment market. The background and principles for the practical implementation of the task of forming an investment portfolio are described. The logical sequence of stages of the formation of an investment portfolio with these principles in mind is disclosed. It has been established that the determining factor when deciding on the inclusion of an object in a portfolio is its investment qualities. The importance of the availability of alternative investment options for investment resources for an objective assessment of the investment qualities of investment objects has been determined. The main factors influencing the decision-making on the formation of a securities portfolio are considered. It has been established that a variety of ways to form the expected income of financial instruments requires the allocation of separate models for estimating their current value, the mathematical formulas for such an assessment are given. The characteristics and scope of the main methods of modeling the portfolio or the ranking of potential investment targets are given in a situation where there are several investment targets, each of which satisfies the investor according to the yield criterion, but exceeds the investor's capabilities in terms of the total amount of investments required.*

Key words: *investment activity, investment object, real investment, financial investment, investment portfolio, financial instruments, profitability, risk, liquidity.*