



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Чорноморський національний університет
імені Петра Могили

Кафедра фінансів і кредиту

Шаваріна Тетяна Дмитрівна

УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

Кваліфікаційна робота магістра на здобуття
ступеня вищої освіти магістр
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»
за освітньо-професійною програмою «Фінанси і кредит з поглибленим
вивченням іноземної мови»

Керівник кваліфікаційної роботи магістра:
канд. екон. наук, доцент Черненко К. П.

Рецензент:
канд. екон. наук, доцент б. в. з. Руденко Н.О.

Миколаїв 2023

ЗМІСТ

ВСТУП	3
1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ	9
1.1. Сутність поняття «інвестиційний портфель», теорії управління інвестиційним портфелем	9
1.2. Принципи діяльності інституційних інвесторів	16
1.3. Ризик в управлінні інвестиційним портфелем.....	22
2. МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ	28
2.1. Методичні підходи до оцінки фінансово-економічного стану компаній .	28
2.2. Формування та управління інвестиційним портфелем	34
3. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ	42
3.1. Загальні тенденції діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку.....	42
3.2. Інвестиції в акції: оцінка та аналіз фінансового стану досліджуваних компаній	47
3.3. Моделювання інвестиційного портфеля	70
4. НАПРЯМИ ТА ШЛЯХИ УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ	77
ВИСНОВКИ.....	87
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	91

ВСТУП

Ринок цінних паперів є однією з основних форм існування і взаємодії ринкових сил. Завдяки своїй потенційній масштабності та складності, він виступає найбільш чутливим елементом ринкової системи, що реагує на економічні потрясіння. Для досягнення максимальної ефективності на фондовому ринку його учасники створюють портфелі цінних паперів, у такий спосіб зменшуючи ризик своїх операцій, а також підвищуючи їхню рентабельність і дохідність.

Портфель – це переважно сукупність корпоративних акцій, боргових цінних паперів та інших активів з різним рівнем надійності та ризику, сформована з певною метою, мінімізуючи ризик втрати капіталу. Основною метою портфельних інвестицій є досягнення оптимального співвідношення ризику та дохідності шляхом надання групі цінних паперів інвестиційних характеристик, які не можуть бути досягнуті при інвестуванні в окремий актив і можливі лише при їх об'єднанні.

Інституційні інвестори є рушійною силою світового фінансового ринку. В результаті інвестори є вразливими до ризиків, з якими стикаються компанії на міжнародних споживчих ринках та ринках капіталу. У міру того, як ринки капіталу ставали все більш концентрованими, з'явилося поступове визнання того, що більшість великих інституційних інвесторів мають довгострокові, макроекономічні інтереси: вони, по суті, є постійними інвесторами, а коли інвестують в акціонерний капітал, то виступають в ролі власників.

Портфельний аналіз розглядає методику інвестування в більш ніж один вид активів. Основним мотивом придбання декількох видів цінних паперів є бажання звести до нуля ризик, що диверсифікується, та оптимізувати дохідність і ризик інвестицій. Доведено, що правильно сформований портфель цінних паперів дозволяє досягти вищезазначених цілей. Методи портфельного аналізу розглядаються як методи, що дозволяють інвестувати на довгостроковий період. Це, як правило, пов'язано з низькою еластичністю та ліквідністю портфеля.

Наслідком цього, природньо, є те, що методи портфельного аналізу є ближчими до методів фундаментального аналізу, ніж до методів технічного аналізу.

Здійснюючи капітальні вкладення в інструменти фінансового ринку, інституціональні інвестори забезпечують не тільки їх збереження, а й зростання їх вартості, дотримуючись структури сформованого портфеля цінних паперів. Досягти цього можливо при ефективному управлінні інвестиційним портфелем, з урахуванням аналізу поточної інвестиційної ситуації, беручи до уваги рівень ризику і прибутковості. Результатом усього вищесказаного є прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень.

Робоча гіпотеза полягає в тому, що співвідношення ризик-дохідності у портфелі інвестування суттєво залежить від питомої ваги різних фінансових інструментів, з яких формують інвестиційний портфель.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є удосконалення теоретико-методичного підходу та розробка практичних рекомендацій щодо формування та управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів.

Для досягнення поставленої мети необхідно виконати такі завдання:

- визначити сутність поняття «інвестиційний портфель» та систематизувати теорії управління інвестиційним портфелем;
- узагальнити принципи діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку;
- дослідити концепцію ризику, методи його оцінки та управління ним;
- здійснити огляд методичних підходів до оцінки фінансово-економічного стану компаній, цінні папери яких розглядаються в якості активів;
- систематизувати теоретико-методичні підходи до формування інвестиційного портфеля;
- здійснити аналіз діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку та структури їх інвестиційних портфелів;

- здійснити оцінку та аналіз фінансово-економічного стану досліджуваних компаній, визначити основні тенденції розвитку галузей, в яких вони впроваджують діяльність;

- здійснити моделювання інвестиційного портфелю інституційних інвесторів;

- обґрунтувати напрями удосконалення управління інвестиційним портфелем.

Об'єктом дослідження є процес управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів.

Предметом дослідження є сукупність форм, методів та стратегій ефективного управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів.

Методи дослідження. Для досягнення поставлених завдань у роботі було використано різні наукові методи дослідження, що включають: емпіричні методи, такі як метод спостереження для збору необхідної інформації, метод порівняння для оцінки фінансово-економічного стану компаній та сформованих інвестиційних портфелів, а також комплексні методи: статистичні, зокрема аналіз відношень показників, моделювання та інші.

Новизна отриманих результатів полягає в удосконаленні теоретико-методичного підходу до формування та управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів. Отримані наукові результати полягають в наступному:

удосконалено:

- теоретико-методичний підхід до формування та управління інвестиційним портфелем інституційного інвестора, який ґрунтується на оцінці фінансово-економічного стану компаній, акції яких розглядаються для інвестування та аналізу ризик-дохідності активів та портфелів;

дістали подальшого розвитку:

- визначення окремих складових інвестиційного портфелю для кожного типу інституційного інвестора (дохідність, ліквідність, часовий горизонт, відношення до ризику), де передбачено, що пенсійні фонди мають забезпечувати дохідність відносно структури пенсійних зобов'язань (нарощувати капітал при

переважно молодому віці клієнтів та забезпечувати прибутковість при більш літньому віці); дохідність портфеля інвестиційних фондів має покривати управлінські витрати; страхові компанії приймають рішення на основі виду страхування: якщо це страхування життя, то концентруються на забезпеченні стабільного рівня прибутковості, а при інших видах – максимізації капіталу; комерційні банки мають бути спроможними покрити власні зобов'язання.

– оцінювання фінансово-економічного стану компаній з метою інвестування в акції, в якому визначено, що більш ефективними для формування портфеля є акції серед технологічних компаній для подальшого аналізу обрано Apple та Netflix, компанії Enbridge Inc., TotalEnergies SE, NextEra Energy, The Williams Companies, Inc. та EOG Resources, Inc., акції компаній Merc & Co, Johnson&Johnson та Novartis AG сектору охорони здоров'я та JP Morgan Chase & Co, Blackstone та Mitsubishi UFJ Financial Group фінансової галузі;

– рекомендації стосовно формування інвестиційного портфеля інституційних інвесторів, а також виокремлення рекомендацій відносно криптовалюти як активу. У напрямках удосконалення наголошено на важливості диверсифікації портфеля, аналізу ефективності діяльності компанії та його зовнішнього середовища, регулярний перегляд структури портфеля, надання переваги активному методу управління, а також ESG-інвестування. Bitcoin на сьогодні не є найефективнішим рішенням, натомість можна надати перевагу Ethereum та Cardano.

Інформаційну базу становлять законодавчі акти України та міжнародні з питань інвестування та фондового ринку, інвестиційні звіти інституційних інвесторів, наприклад, J.P.Morgan та Investment Strategy Group, дослідження OECD, KPMG International щодо діяльності інституційних інвесторів та особливостей формування ними інвестиційних портфелів відносно поточних ринкових умов, фінансові звітності компаній, що досліджуються, а також науково-практичні та теоретико-методичні роботи вітчизняних та зарубіжних вчених, та інші.

У процесі підготовки кваліфікаційної роботи надруковано статтю у фаховому виданні категорії Б на тему «Диверсифікація інвестиційного портфеля як основа управління ризиками» («Інвестиції: практика та досвід», серпень 2022 р.), тези доповіді «Принципи управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів» до Всеукраїнської науково-практичної конференції «Могилянські читання – 2022: Досвід та тенденції розвитку суспільства в Україні: глобальний, національний та регіональний аспекти» (листопад 2022 р.), а також стаття на тему «Аналіз активів технологічного сектору для формування інвестиційного портфеля інституційних інвесторів» до студентської збірки факультету економічних наук ЧНУ імені П. Могили (січень 2023 р.).

Для досягнення поставленої мети у першому розділі розглянуто визначення сутності «інвестиційного портфелю», виокремлені види управління інвестиційним портфелем. Розглянуто теорію ефективного портфеля Марковіца, сутність однофакторної моделі Шарпа та визначено, що такі методи управління були розроблені за умов стабільності на фінансовому ринку, а отже, вони потребують подальшого розвитку. Проаналізувавши особливості діяльності інституційних інвесторів, визначено інструменти управління інвестиційним портфелем, зокрема це забезпечення достатньої ліквідності, диверсифікація портфеля та активів, управління дюрацією тощо. Також розглянуто особливості діяльності кожного типу інституційного інвестора.

У другому розділі здійснений огляд методичних підходів до оцінки фінансово-економічного стану компаній. Узагальнено основні методи формування та управління інвестиційного портфеля, визначено етапи формування та управління інвестиційним портфелем в контексті даного дослідження.

У третьому розділі проаналізовано зміни у структурі інвестиційних портфелів інституціональних інвесторів з огляду на мінливість економічних умов, а також зазначено очікування інвесторів стосовно розвитку ринку. Проаналізовано ефективність фінансово-економічної діяльності компаній, галузей, в яких вони функціонують і обрано найкращі для інвестування.

Сформовано два види інвестиційного портфеля і порівняно їхню структуру стосовно ризик-дохідності.

У четвертому розділі наведено узагальнення результатів магістерського дослідження та обґрунтовано рекомендації щодо формування інвестиційного портфеля. Окремо виділені рекомендації стосовно актуальності Bitcoin в якості активу.

Обсяг і структура кваліфікаційної роботи магістра. Робота складається зі вступу, чотирьох розділів, висновків та списку джерел. Повний обсяг роботи становить 98 сторінок тексту. Список використаних джерел містить 71 найменування. Загалом робота містить 22 таблиці та 7 рисунків.

1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ

1.1. Сутність поняття «інвестиційний портфель», теорії управління інвестиційним портфелем

Феномен інвестування має тривалу історію теоретичного усвідомлення. Ще Дж. М. Кейнс у праці «Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей» дає терміну «інвестиції» таке визначення: «Під цим розуміють купівлю однією особою або корпорацією будь-якого майна, старого або нового». Іноді цей термін обмежують купівлею цінних паперів на фондовій біржі.

Більшість сучасних економістів трактують інвестиції як вкладення вільних грошових коштів у різноманітні форми фінансового та матеріального багатства або активи. К. Макконнелл і С. Брю доходять такого висновку: «Інвестиціями є будівництво або створення нових капітальних активів». Обґрунтовують вони це положення тим, що саме подібні активи, а не обмін вимогами на наявні капітальні товари дає поштовх до економічного зростання. Подібну точку зору викладає К. Еклунд у праці «Ефективна економіка – шведська модель»: «Під інвестиціями розуміють ті економічні ресурси, що спрямовують на збільшення реального капіталу суспільства», тобто на розширення і на модернізацію виробничого апарату. Він пропонує включати до них і витрати на освіту та наукові дослідження, які є не що інше, як інвестиції в людський капітал.

Часто, говорячи про обсяги і структуру інвестицій, багато авторів спираються на дані статистики з капіталовкладень, не враховуючи інші види і форми інвестицій, які в даному випадку розглядаються як вкладення коштів у відтворення основних фондів (будівель, споруд, обладнання, транспортних засобів тощо). Інакше кажучи, можуть існувати інвестиції і в оборотні активи, і в різноманітні фінансові інструменти (акції, облігації тощо), і в окремі нематеріальні активи (ліцензії, патенти, ноу-хау тощо), а капітальні вкладення є складовою частиною інвестицій і являють собою інвестиції в створення,

розширення, реконструкцію і технічне переозброєння підприємств, придбання машин, устаткування, інструменту, інвентарю, проектно-пошукові розробки тощо.

На основі вищенаведеного під інвестиціями ми розумітимемо вкладення капіталу в різні сфери економічної системи з метою отримання доходу та/або соціального ефекту. Виходячи з цього, можемо трактувати інвестиційний портфель як сукупність інвестиційних інструментів, сформованих інвестором, який прагне реалізувати визначені ним інвестиційні цілі. Вибірковість, терміни та диверсифікація є найважливішими питаннями формування інвестиційного портфеля.

Основна мета формування інвестиційного портфеля – зберегти та примножити капітал. Проте навіть в контексті спільної для більшості мети, інвестори мають різні цілі, серед яких такі:

- максимізація зростання капіталу;
- максимізація зростання доходу;
- забезпечення безпеки (страхування від всіляких ризиків та стабільність у отриманні доходу);
- забезпечення ліквідності.

Виходячи з того, що різні типи інвесторів мають різноманітні цілі та інвестиційні можливості, інвестиційний портфель може мати декілька видів, які представлені на таблиці 1.1:

Таблиця 1.1 – Види інвестиційного портфеля

Вид	Характеристика
Агресивний	Прагнення отримати більший прибуток і часто бере на себе вищі ризики для досягнення цієї мети.
Захисний	Не включає активи з високою дохідністю, такі активи досить безпечні для інвестування, оскільки вони пов'язані з мінімальним ризиком

Продовження таблиці 1.1:

Вид	Характеристика
Портфель доходів	Зосереджений на отриманні дивідендів або інших регулярних вигод, які надаються акціонерам. Хоча він має досить багато спільного з захисним портфелем, одна істотна відмінність полягає в тому, що він розраховує на акції з відносно вищою прибутковістю.
Портфель зростання	Вимагає високого ризику настільки, що його часто порівнюють з азартними іграми. Портфель не лише агресивний, але й робиться прогноз на те, які продукти чи послуги можуть працювати дуже добре в майбутньому.
Змішаний	Різні типи активів, щоб отримати інвестиції як на зростання, так і на дохід. Портфель забезпечує максимальну гнучкість, це баланс високодохідності акцій та інструментів із фіксованим доходом, таких як боргові фонди та облігації.

Джерело: складено автором на основі [1]

Управління інвестиціями – це процес управління грошима або грошовими фондами. Процес управління інвестиціями демонструє як слід діяти інвестору під час прийняття певних рішень.

Можна виділити такі види управління інвестиційним портфелем:

Активне управління – інвестори беруть активну участь у купівлі та продажу цінних паперів, щоб забезпечити максимальний прибуток. Метою активного управління портфелем є перевершити контрольний показник;

Пасивне управління – інвестор має справу з фіксованим портфелем, розробленим відповідно до поточного ринкового сценарію. Нижча вартість є основною перевагою пасивного інвестування, оскільки ця стратегія найдешевша у реалізації. Було також доведено, що пасивні стратегії дають стабільно сильні довгострокові вигоди;

Дискреційне управління – такий підхід до управління портфелем дає інвестиційному менеджеру повний контроль над інвестиційними рішеннями

своїх клієнтів. Дискреційний менеджер приймає всі рішення щодо купівлі та продажу від імені своїх клієнтів і використовує будь-яку стратегію, яку вони вважають найкращою;

Недискреційне управління – в такому випадку інвестиційний менеджер, по суті, є фінансовим радником. Він проаналізує плюси і мінуси інвестування на певному ринку або за певної стратегії, але не буде інвестувати без згоди клієнта [2].

Процес управління інвестиціями може бути розкритий процедурою, який включає такі етапи:

1. Встановлення інвестиційної політики.
2. Аналіз та оцінка інвестиційних інструментів.
3. Формування диверсифікованого інвестиційного портфеля.
4. Перегляд портфеля.
5. Вимірювання та оцінка ефективності портфеля [3].

Визначення інвестиційної політики є першим і дуже важливим кроком у процесі управління інвестиціями. Інвестиційна політика включає встановлення інвестиційних цілей. Інвестиційна політика повинна мати конкретні цілі щодо вимог до повернення інвестицій та толерантності до ризику інвестора. Наприклад, інвестиційна політика може визначати, що цільова середня прибутковість інвестицій має становити 15% і повинна уникати втрат більше ніж на 10%.

Інвестиційна політика також повинна вказати інші важливі обмеження, які можуть вплинути на управління інвестиціями. Обмеження можуть включати будь-які потреби інвестора в ліквідності, прогнозований горизонт інвестування, а також інші унікальні потреби та переваги інвестора. Інвестиційний горизонт – це період часу для інвестицій. Прогнозований часовий горизонт може бути коротким, довгим або навіть невизначеним.

Коли інвестиційна політика визначена, цілі інвестора визначені та визначені потенційні категорії фінансових активів для включення до інвестиційного портфеля, можна проаналізувати доступні види інвестицій. Цей

крок передбачає вивчення кількох типів інвестиційних інструментів та окремих засобів у цих групах. Наприклад, якщо звичайні акції були визначені як інструмент інвестування, що має значення для інвестора, аналіз буде зосереджено на звичайних акціях як інвестиціях. Однією з цілей такого аналізу та оцінки є визначення тих інвестиційних інструментів, які наразі мають неправильну ціну. Існує багато різних підходів, як зробити такий аналіз. Найчастіше використовуються дві форми аналізу: технічний аналіз і фундаментальний аналіз.

Формування диверсифікованого інвестиційного портфеля є наступним кроком у процесі управління інвестиціями. Диверсифікація передбачає формування портфеля інвестора для зниження або обмеження ризику інвестування. Існує 2 техніки диверсифікації [4]:

1. Випадкова диверсифікація, коли кілька доступних фінансових активів поміщаються в портфель випадковим чином;

2. Об'єктивна диверсифікація, коли фінансові активи вибираються до портфеля відповідно до інвестиційних цілей і з використанням відповідних методів аналізу та оцінки кожного фінансового активу.

Диверсифікація стосується не лише типів активів у Вашому портфелі, а й регіонів і секторів у цих класах активів. Наприклад, інвестори можуть володіти акціями з різних регіонів світу, таких як США та Японія, тобто розвинених ринків, та ринків, що розвиваються, які, як правило, приносять різну прибутковість з часом. Наприклад, портфель з більш високим ризиком може містити 50% акцій розвиненого ринку Великобританії, США або Європи; 20% акцій на ринках, що розвиваються; 10% облігації; а решта товарів, майна та готівки. І навпаки, портфель з меншим ризиком може містити лише 15% акцій розвинутих ринків, 5% акцій на ринках, що розвиваються, 20% облігацій, 40% грошових коштів, а решту – майна та товарів. Збалансований портфель буде десь між цими крайнощами.

Проте не всі інвестори вважають диверсифікацію потрібною. Родоначальник вартісного інвестування Бенджамін Грем стверджував, що

«диверсифікація – це сталий принцип консервативних інвестицій». Джон Темплтон вважав, що для диверсифікації достатньо всього 10 акцій, і не дотримувався стратегії диверсифікації цілеспрямовано. Але де-факто у Темплтона був диверсифікований портфель, оскільки йому вдавалося знаходити привабливі компанії в різних країнах і галузях. У. Баффет хоча і стверджує, що надає перевагу тим компаніям та галузям, в яких розбирається найбільше, зазначаючи це в контексті необов'язковості диверсифікації, портфель його інвестиційного холдингу все одно є диверсифікованим [5].

Теорія управління інвестиціями зосереджена на питаннях об'єктивної диверсифікації портфеля, і професійні інвестори дотримуються встановлених інвестиційних цілей, а потім формують і керують своїми портфелями.

Перегляд портфеля. Цей етап процесу управління інвестиціями стосується періодичного перегляду трьох попередніх етапів. Це необхідно, оскільки з часом інвестор з довгостроковим горизонтом інвестування може змінити свої інвестиційні цілі, а це, в свою чергу, означає, що портфель інвестора на даний момент може більше не бути оптимальним і навіть суперечити новим встановленим інвестиційним цілям. Інвестор повинен сформувати новий портфель, продавши частину активів у своєму портфелі та купивши інші. Можуть бути й інші причини перегляду даного портфеля: з часом ціни на активи змінюються, а це означає, що деякі активи, які колись були найбільш дохідними, можуть більше не бути такими.

Вимірювання та оцінка ефективності портфеля – останній крок у процесі управління інвестиційним портфелем, що включає періодичне визначення ефективності портфеля з точки зору не тільки отриманого прибутку, але й ризику портфеля. Для оцінки ефективності портфеля необхідні відповідні показники доходності та ризику, а також контрольні показники. Порівняльний показник — це продуктивність попередньо визначеного набору активів, отриманих для цілей порівняння. Орієнтиром може бути популярний індекс відповідних активів – фондовий індекс, індекс облігацій. Порівняльні показники широко

використовуються інституційними інвесторами, які оцінюють ефективність своїх портфелів.

Теорія ефективного портфеля започаткована Г. Марковіцем. Марковіц довів, що існують взаємні зв'язки між рівнем доходності різних активів, що дозволяє фінансовим менеджерам проводити ефективну диверсифікацію портфеля, що істотно знижує ризик сукупного портфеля, порівняно з ризиком окремих інструментів, що до нього входять. Ним також доведено, що інвестори можуть зменшити стандартне відхилення прибутковості портфеля, обираючи акції, ціни на які змінюються по-різному [6]. Таким чином, можна визначити основні тези, на яких побудовано класичну портфельну теорію:

- ринок складається з кінцевого числа активів, прибутковість яких для заданого періоду вважають випадковими величинами;
- інвестор на основі статистичних даних може провести оцінку очікуваних (середніх) значень прибутковостей та їх взаємозв'язків щодо активів;
- інвестор самостійно формує портфелі цінних паперів, доходність яких є також випадковою величиною;
- сформовані портфелі розрізняють за рівнем прибутковості та ризику.

Теорія Марковіца постійно розвивається і доповнюється, наприклад, Уильям Ф. Шарп зробив припущення, що на ефективних ринках капіталу премія за ризик та очікуваний дохід від цінного паперу буде змінюватись у прямій залежності від величини коефіцієнта бета [7], за що отримав Нобелівську премію. М. Шоулз та Ф. Блек зробили вклад у формування інвестиційного портфеля, що включає опціони [8, с. 995-996]. Модель оцінки капітальних активів (САРМ), що розроблена Шарпом, Трейнором, Літнером та Мосином для оцінки фінансових активів також базується на теорії Марковіца [9], [10].

Загалом, сьогодні модель Г. Марковиця використовується в основному на першому етапі формування портфеля активів при розподілі інвестованого капіталу за їх різними типами (акціями, облігаціями, нерухомістю тощо). Однофакторна модель У. Шарпа використовується на другому етапі, коли капітал, інвестований у певний сегмент ринку активів, розподіляється між

окремими конкретними активами, що становлять обраний сегмент (тобто за конкретними акціями, облігаціями тощо).

Зауважимо, що обидві статті були написані в період надзвичайної стабільності ринку. Modern Portfolio Theory (MPT) – у 1959 р., а стаття У. Шарпа була опублікована в 1964 р. Вважалося, що всі теорії, зокрема MPT, мають свої переваги в умовах такого стану фінансового ринку, коли ціни зростають (так званий “бичачий ринок”) і це пояснює, чому вони були такими популярними в той час.

Отже, інвестиції – це вкладення капіталу в різні сфери економічної системи з метою отримання доходу та/або соціального ефекту, а інвестиційний портфель розглядається як сукупність інвестиційних інструментів, сформованих інвестором, який прагне реалізувати визначені ним інвестиційні цілі. При цьому, інвестиційні цілі інвесторів можуть бути різними, хоча частіше всього ціль – примножити та/або зберегти капітал. Виділені етапи управління портфелем мають бути адаптовані під стратегію інвестора; основними принципами управління на сьогодні залишаються вчення Марковіца, Шарпа, незважаючи на інші фінансові умови на ринку в той час, коли були сформовані.

1.2. Принципи діяльності інституційних інвесторів

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», інституційними інвесторами в Україні є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів [11].

Інституційні інвестори, як правило, мають власні команди, які вивчають кожен аспект ринків, на яких вони торгують. Такі інвестори мають ресурси та спеціалізовані знання для всебічного дослідження різноманітних інвестиційних можливостей, недоступних для роздрібних інвесторів [12]. Оскільки інституційні інвестори є найбільшою силою, що впливає на попит та пропозицію на ринках цінних паперів, вони здійснюють великий відсоток операцій на найбільших біржах та суттєво впливають на ціни на цінні папери. Загальноприйнятий термін «слон» стосується інституційних інвесторів, які мають можливість самостійно впливати на ринок через великі обсяги, якими вони торгують.

Можна виділити характеристики інституційних інвесторів:

– інституційні інвестори слугують важливим джерелом капіталу в економіці, оскільки вони створюють великий пул коштів за допомогою своїх клієнтів. Вони вкладають ці кошти в різні варіанти інвестування і задовольняють потреби компаній, які потребують коштів для свого функціонування;

– індивідуальні інвестори, які не мають можливості інвестувати у фонди, що вимагають великого мінімального капіталу, можуть інвестувати в них за допомогою інституційних інвесторів, а також скористатися послугами професійних керуючих фондами, призначених інституційними інвесторами для управління активами своїх клієнтів [13];

– інституційні інвестори інвестують великими частками, тобто вони інвестують через блокову торгівлю (великий розмір інвестиційного фонду), що дозволяє їм мати преференції, такі як нижчі транзакційні витрати, менша кількість нормативних актів та швидке виконання їхніх замовлень. Ці переваги також отримують інвестори, які передали свої кошти інституційним інвесторам для інвестиційних цілей.

Загалом, управління активами інституційними інвесторами стикається з тими самими проблемами в процесі інвестування, що й інші економічні агенти – домогосподарства, банківські установи чи уряд. Головна відмінність полягає в тому, що останні діють переважно від власного імені, тоді як інституційні

інвестори надають професійні послуги з управління активами від імені клієнтів. Такий розподіл функцій потребує налагодження відповідних взаємозв'язків і контролю між сторонами для того, щоб забезпечити прийнятний результат для всіх учасників.

В інституційних інвесторів є спільні риси, які визначають схожий підхід до вибору стратегії їхньої діяльності. По-перше, це цілі та обмеження інвестування. Інституційні інвестори визначають цільові орієнтири, які можуть полягати в максимізації зростання капіталу, максимізації зростання доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, забезпеченні необхідної ліквідності сформованого портфеля. Очевидно, що ці альтернативи можуть поєднуватися тільки в обмеженому обсязі.

Наприклад, зростання ринкової вартості капіталу пов'язане зі зниженням поточного доходу портфеля, а нарощування прибутковості призводить до підвищеної ризикованості інвестицій. Досягнення необхідного рівня ліквідності вимагатиме виключення активів, що забезпечують зростання капітальної вартості або отримання високого доходу. Тому альтернативність зазначених цілей вимагає чіткого визначення пріоритетів і балансування цільових орієнтирів у рамках інвестиційної політики. Це зумовлює різноманіття типів інвестиційних портфельів, які характеризуються певним співвідношенням між дохідністю та ризиком. На таблиці 1.2 виведено ключові аспекти, які необхідно брати до уваги під час формулювання стратегії інституційного інвестора.

Що стосується портфельних обмежень, то вони можуть включати такі компоненти як ліквідність, інвестиційний горизонт, інфляційні очікування, податки, особливості ведення бухгалтерського обліку, а також специфічні потреби або індивідуальні особливості, притаманні різним типам інституційних інвесторів. Деякі з перерахованих факторів безпосередньо пов'язані з природою їхніх зобов'язань. Наприклад, обмеження щодо ліквідності необхідні для того, щоб була можливість покрити поточні витрати, пов'язані з основною діяльністю та існуванням інституційного інвестора як юридичної особи.

Таблиця 1.2 – Відношення різних типів інституційних інвесторів до основних компонентів інвестиційного портфеля

Компонент і інвестиційного портфеля	Пенсійні фонди	Інвестиційні фонди	Страхові компанії		Комерційні банки
			Страховання життя	Інші види	
Дохідність	Залежно від структури пенсійних зобов'язань: нарощування капіталу при переважно молодому віці клієнтів; забезпечення прибутковості при літньому віці клієнтів	Повинні генерувати прибутковість, якої вистачить на покриття управлінських витрат	Забезпечення стабільного рівня прибутковості	Максимізація прибутковості для покриття зобов'язань	Прибутковість визначається вартістю зобов'язань
Ліквідність	Залежить від віку клієнтів	Низька, до 5% активів високоліквідні	Висока для інструментів в фіксованій дохідності	Висока для інструментів фіксованій дохідності	Визначається зобов'язаннями
Інвестиційний горизонт	Довгостроковий	Довгостроковий	Середньо та довгостроковий	Короткостроковий	Коротко або середньостроковий в залежності від зобов'язань
Відношення до ризику	Залежить від віку клієнтів, часового горизонту, балансу фонду	Середній і високий рівень ризику залежно від управлінських витрат і часового горизонту	Низький рівень ризику	Низький рівень ризику	Ризик нижчий середнього

Джерело: розроблено автором на основі [14-16]

Інвестиційний горизонт пов'язаний із запланованою датою закінчення процесу інвестування (наприклад, закінчення пенсійного контракту), а інфляційні очікування вимагають інвестувати в активи, що дають змогу

захистити інвестиції від її впливу (цінні папери, прив'язані до ринкового індексу, або нерухомість).

Враховуючи різноманітність інтересів інституційних інвесторів щодо цілей формування інвестиційного портфелю, можна виділити такі підходи до інвестування (рис. 1.1):

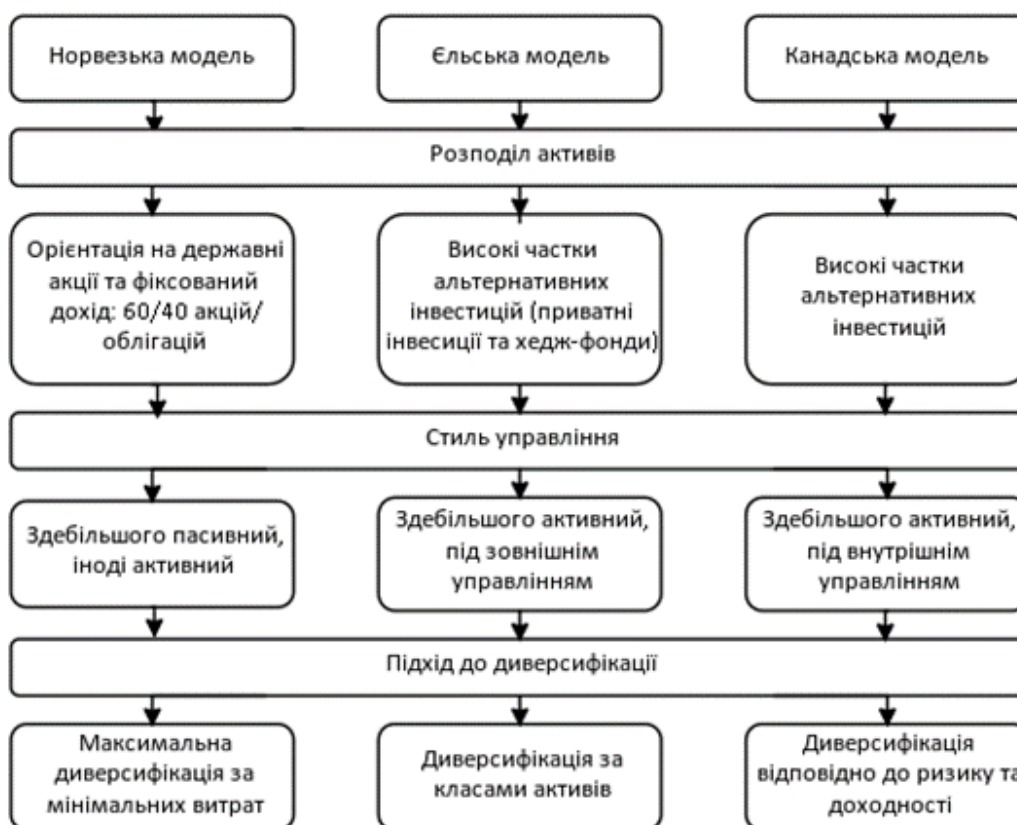


Рисунок 1.1 – Підходи до інвестування інституційних інвесторів

Джерело: розроблено автором на основі [17], [18]

Аналіз розподілу активів пенсійних фондів демонструє дуже великі відмінності в середньому розподілі активів між країнами та в межах однієї країни, незважаючи на те, що вони прагнуть досягти подібних цілей. Такі міжнародні та внутрішньодержавні відмінності зумовлені багатьма факторами, включаючи відмінності у правових, регуляторних, бухгалтерських та податкових обмеженнях; інвестиційні цілі, схильність до ризику, зобов'язання перед кінцевими бенефіціарами та демографічні характеристики кінцевих

бенефіціарів, наявність відповідних інвестиційних можливостей, а також очікувана вартість життя після виходу на пенсію [19].

Банки та страхові компанії здійснюють управління як портфельними активами, так і власними зобов'язаннями з метою досягнення високої ймовірності того, що зобов'язання за депозитами, гарантіями, похідними фінансовими інструментами, вимогами страхувальників та іншими видами зобов'язань будуть виконані в повному обсязі та вчасно [20].

Банківські установи та страхові компанії мають безстрокові часові горизонти. Стратегічно їх метою є максимізація чистої теперішньої вартості для власників капіталу; тактично це може бути досягнуто шляхом інвестування на основі зобов'язань у середніх та коротких часових горизонтах.

Волатильністю власного капіталу можна управляти шляхом:

1. Зменшення волатильності цін на портфельні інвестиції, кредити та похідні фінансові інструменти.
2. Зменшення волатильності від неочікуваних шоків для вимог, депозитів, гарантій та інших зобов'язань.
3. Обмеження левериджу.
4. Намагання досягти позитивної кореляції між змінами у вартості активів та зобов'язань.

Аналіз різних підходів до портфельного управління дає змогу сформулювати ключові принципи, які мають бути покладені в його основу:

- реалізація інвестиційної політики виходить із необхідності досягнення поставлених цілей;
- відповідність обсягів і структури інвестиційного портфеля зобов'язанням інституційного інвестора з метою підтримання ліквідності та платоспроможності;
- оптимальне співвідношення між прибутковістю, ризиком і ліквідністю для заощадження залучених коштів, їх приросту та виконання поточних зобов'язань;

- диверсифікація інвестиційного портфеля шляхом включення до нього різних активів, у тому числі нефінансових;
- забезпечення керованості інвестиційного портфеля, що передбачає можливість зміни його обсягу та структури під впливом систематичних і несистематичних факторів;
- відповідність сформованого портфеля наявним обмеженням і специфіці діяльності інституційного інвестора (в основному портфелі різних типів інвестиційних інвесторів відрізняються за їхніми мотивами та відношенням до ризику).

Отже, можна зробити висновок, що достатня ліквідність, диверсифікація портфеля та інших активів, висока якість інвестицій, прозорість, стабільне фінансування, управління дюрацією, диверсифікація ризиків страхового андеррайтингу та грошові ліміти на гарантії, зобов'язання щодо фінансування та страхові виплати – основні способи, за допомогою яких інституційні фонди та регулятори намагаються досягти низької мінливості вартості власного капіталу.

1.3. Ризик в управлінні інвестиційним портфелем

Ризик можна визначити як ймовірність того, що фактичний результат від інвестицій буде відрізнятися від очікуваного. Альтернативним визначенням може бути ймовірність несприятливого результату. Інституційні фінансові менеджери називають ризик мірою невизначеності. Варіантом цього визначення також є цільова дисперсія, що фокусується на доходах нижче цільового рівня, а не просто нижче середнього.

Вперше про важливість ризику та невизначеності в економічному аналізі заговорив Френк Найт у своєму фундаментальному трактаті «Ризик, невизначеність і прибуток» [21]. Раніше мало хто з економістів вважав, що ризик і невизначеність можуть відігравати ключову роль в економічній теорії, за винятком деяких відомих прикладів, таких як Карл Менгер, Ірвінг Фішер та Френсіс Еджуорт. Професор Гаррі Марковіц змінив уявлення інвестиційної

спільноти про ризик, давши йому кількісне визначення. Він визначив ризик у термінах добре відомої статистичної міри, відомої як дисперсія [22, с. 7-15]. Зокрема, Марковіц кількісно визначив ризик як дисперсію очікуваної дохідності активу.

Таким чином, загальний ризик інвестицій можна виміряти за допомогою таких поширених абсолютних показників, що використовуються в статистиці, як дисперсія та середньоквадратичне відхилення. Дисперсія може бути розрахована як потенційне відхилення кожної можливої інвестиційної норми прибутку від очікуваної норми прибутку. Стандартне відхилення розраховується як квадратний корінь з дисперсії. Чим більш варіабельними є можливі результати, які можуть мати місце, тим більший ризик.

Систематичний ризик – це ризик, який компенсується самим ринком (війни, спад, процентна ставка, фінансова криза – все це джерела систематичного ризику і впливає на весь ринок), тоді як несистематичний ризик – це міра ризику, пов'язаного з певним цінним папером; також відомий як диверсифікований ризик. Це тип невизначеності, пов'язаний з компанією, в яку ви інвестуєте, або галуззю, куди ви інвестуєте. Цей ризик можна пом'якшити, тримаючи диверсифікований портфель з багатьох різних акцій у багатьох різних галузях. Таким чином, з точки зору належно сформованих портфель, систематичний ризик – ризик, який неможливо усунути шляхом диверсифікації [23, с. 1-13].

Несистематичний ризик можна описати як невизначеність, властиву інвестиціям у певні компанії чи галузь. Прикладами несистематичного ризику можуть бути поява нового конкурента, який може відібрати значну частку ринку в компанії, у яку інвестовано кошти, нормативні зміни (що можуть знизити продажі компанії), зміна керівництва тощо. Хоча інвестори можуть спрогнозувати деякі джерела несистематичного ризику, майже неможливо усвідомити всі ризики. Наприклад, інвестор, який володіє акціями певної компанії в галузі будівництва матиме ризик втрати доходів, якщо робітники тієї компанії влаштуватимуть страйки та відмовлятимуться працювати. Такі ризики не можна виміряти математично.

В цілому, виділяють такі етапи управління ризиками:

- 1) ідентифікація ризиків;
- 2) оцінка ризиків;
- 3) управління ризиками – розробка заходів з управління ризиками [25].

На першому етапі визначають суб'єкт, об'єкт і наслідки ринкового ризику. Суб'єктом ринкового ризику, тобто тим, хто зазнає збитків, є інвестор, об'єктом ринкового ризику або тим, чим суб'єкт ризикує, є капітал, а наслідком ризику є недосягнення очікуваного рівня прибутковості.

Якщо узагальнити, то методи управління портфельними ризиками включають [26-28]:

– методи мінімізації ризику через зменшення потенційних прибутків, пошук інформації, ухилення від ризику (до них відноситься, наприклад, диверсифікація);

– методи відшкодування збитків, які полягають у передачі ризику, контролі ризику або його розподілі (хеджування, страхування тощо).

Серед популярних практичних способів оцінки для подальшого управління ризиками можна виділити коефіцієнт Шарпа, коефіцієнт Сортіно, коефіцієнт бета та ризикову вартість. Коефіцієнт Шарпа дозволяє порівняти інвестиції та визначити дохідність на кожен одиницю ризику. Коефіцієнт Сортіно подібний, але враховує вплив лише спадної волатильності. Однак зазначені коефіцієнти фіксують стан справ з урахуванням минулих подій, їх не можна використати напряму для прогнозування майбутнього ризику і прибутку. Тим не менш, такі методи є корисними для оцінки інвестиційного досвіду інвестора, особливо в умовах минулих криз.

Ринковий ризик часто вимірюється коефіцієнтом бета, що оцінює ризиковість окремого активу відносно ринку. Припускається, що вартість цінних паперів з бета-коефіцієнтом рівним 1 буде відповідати руху на ринку (тобто вартість цінних паперів зросте за умов зростання біржового індексу та впаде за умов його спадання); зі значенням коефіцієнта більше 1, вартість цінних паперів перевищуватиме зміни біржового індексу; а якщо бета-коефіцієнт менше 0, то

вартість цінних паперів буде змінюватися в протилежному напрямку відносно ринкових умов [29, с.56]. Таким чином, якщо портфель має бета-коефіцієнт, що дорівнює 1,5, а ринок (біржовий індекс) падає на 10%, очікується, що вартість портфеля впаде на 15%.

Такий вимір ризику здебільшого використовується інституційними інвесторами, оскільки їхні портфелі, як правило, великі, і стратегія відповідності ринковому ризику найкраще підходить. Управління портфелем на основі індексів дещо усуває можливі ризики в контексті випередження ринку, оскільки портфель має відповідати значенням середніх ринкових показників.

Ризикова вартість (VaR) використовується для розрахунку максимальної втрати, яку портфель може зазнати за певний період [30]. Якщо значення ризикової вартості дорівнює 5%, інвестор має 5% шанс втратити свої інвестиції. Даний підхід не оцінює ризик найбільш повно, але залишається одним з найбільш популярних в управлінні портфелем завдяки універсальності та зручності застосування.

Загалом, в теорії існують такі основні інвестиційні стратегії за відношенням до ризику (табл. 1.3):

Таблиця 1.3 – Інвестиційні стратегії за відношенням до ризику

Вид	Ризик	Рівень дохідності	Для яких інвесторів
Агресивний (спекулятивний)	Високий	100% і вище	Підходить для інвестора з більш високим рівнем прийнятності ризику та довшим часовим горизонтом (більше 10 років)
Помірний (компромісний)	Середній	до 50%	Найкраще підходить, якщо у інвестора середня прийнятність ризику та часовий горизонт більше п'яти років
Консервативний	Низький	до 10%	Для інвесторів з низькою прийнятністю ризику з часовим горизонтом близько 3 років

Джерело: розроблено авторами на основі [31, с. 14]

На практиці досвідчені інвестори намагаються поєднувати в своєму портфелі всі три види інвестиційних стратегій, виокремлюючи в ньому дохідну, страхову та накопичувальну частини. Відповідно, дохідна частина є найбільш прибутковою, страхова містить активи, що можна продати в будь-який момент, а накопичувальна – активи консервативного характеру.

Сприйняття ризику інвесторами загалом відрізняється, особливо враховуючи, що інституційні інвестори мають різні стратегічні цілі та інвестиційні горизонти. Одним з важливих факторів рівня сприйняття ризику є минулий досвід: інвестори готові йти на більший ризик після отримання прибутків і менший після втрат. Відносно сприйняття ризиків, існують різні поведінкові ефекти.

Наприклад, так званий ефект «власних грошей». За своєю сутністю – це когнітивне викривлення, за якого інвестори приймають більший ризик під час реінвестування, ніж при інвестуванні свого початкового капіталу. Це упередження пояснює тенденцію інвесторів брати на себе більший ризик у випадку, коли вони вже отримали прибуток від своїх інвестицій [32].

Ефект «володіння» передбачає надання більшої цінності активам, якими інвестор вже володіє. Зазвичай така ціна активу не відповідає ринковій. Цей ефект спонукає інвесторів не вживати жодних дій і намагатися не змінювати структуру свого інвестиційного портфеля [33, с. 120-128].

Звичайно, більш поширеним методом управління ризиками залишається диверсифікація. Диверсифікований портфель має бути розподілений на двох рівнях: між категоріями активів і всередині категорій активів. Отже, крім розподілу інвестицій між акціями, облігаціями, еквівалентами грошових коштів і, можливо, іншими категоріями активів, також потрібно буде розподілити інвестиції в кожній категорії активів. Головне – визначити інвестиції в сегменти кожної категорії активів, які можуть мати різну дохідність за різних ринкових умов (в ідеальному варіанті, коли падіння дохідності однієї частини активів компенсується зростанням дохідності іншої). Один із способів диверсифікувати

свої інвестиції в межах категорії активів – це визначити та інвестувати в широкий спектр компаній та галузевих секторів [34].

Тим не менш, недостатньо лише один раз сформувати портфель, періодично потрібно робити його перегляд – продавати певні активи та інвестувати у нові на заміну проданим. Основними причинами необхідності перегляду інвестиційного портфеля можна зазначити:

- у міру розвитку економіки певні галузі та компанії стають менш або більш привабливими для інвестування;
- інвестор з часом може змінити свої інвестиційні цілі і таким чином його портфель перестане бути оптимальним;
- постійна потреба в диверсифікації портфеля. Окремі цінні папери в портфелі часто змінюють характеристики ризику та прибутку, а отже їх ефект диверсифікації може бути зменшений.

Інвестиційні рішення приймаються в динамічному економічному середовищі, в якому постійно відбуваються зміни. Ключові макроекономічні показники (такі як зростання ВВП, рівень інфляції, процентні ставки тощо), а також нова інформація про галузі та компанії повинні відстежуватися інвестором регулярно, оскільки ці зміни можуть вплинути на доходи та ризики активів у портфелі. Важливо визначити такі зміни в економіці та оцінити, чи мають вони негативно вплинути на поточний портфель. Якщо так, інвестор повинен вжити заходів для відновлення балансу свого портфеля.

Отже, розглянуто види ризиків, з якими інвестори стикаються при формуванні інвестиційного портфеля: систематичні та несистематичні. Систематичний неможливо усунути за допомогою диверсифікації. Вимірювання ризику за допомогою бета-коефіцієнта частіше застосовується саме інституційними інвесторами. В цілому, інвестори відрізняються між собою за відношенням до ризику, тому формування інвестиційного портфеля має бути орієнтованим на ризик-дохідність, допустимий для конкретного інвестора.

2. МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

2.1. Методичні підходи до оцінки фінансово-економічного стану компаній

Фінансовий стан – важлива характеристика економічної діяльності підприємства. Вона визначає конкурентоспроможність, потенціал у діловому співробітництві, оцінює, якою мірою гарантовано економічні інтереси самого підприємства та його партнерів у фінансовому і виробничому відношенні.

У ході аналізу, окрім безпосередньої оцінки фінансово-економічного стану обраних компаній, використані такі наукові методи дослідження:

- емпіричний метод для збору необхідної інформації для дослідження, зокрема у формі спостереження, що супроводжується інтерпретацією його результатів, та порівняння для вибору кращих компаній серед досліджених для інвестування;
- табличний та графічний методи для представлення вихідних даних та отриманих результатів;
- горизонтальний аналіз для дослідження показників у динаміці та вертикальний аналіз для відображення питомої ваги у портфелях інституційних інвесторів;
- аналіз відношень показників у вигляді розрахунку окремих коефіцієнтів фінансово-економічного стану компаній;
- статистичні методи що передбачають розрахунок кореляції, коваріації, стандартного відхилення, аналізу рядів динаміки тощо;
- метод моделювання для формування інвестиційного портфеля інституційних інвесторів на основі попередніх досліджень.

Базою для формування портфеля слугують цілі інвестора, вже на підставі яких створюється інвестиційна стратегія. Найпоширенішою метою інвестора є збереження вкладених коштів та їх примноження. Головним завданням інвестора

при формуванні портфеля цінних паперів стає знаходження оптимального співвідношення між ризиком, доходом і ліквідністю. У п. 1.1 розглянуто етапи управління інвестиційним портфелем, одним з яких є аналіз та оцінка інвестиційних інструментів.

Аналіз цінних паперів тісно пов'язаний з управлінням портфелем. Основна мета аналізу активів полягає в оцінці внутрішньої вартості цінних паперів. Існують два основних підходи до аналізу: технічний та фундаментальний.

Основне припущення технічного аналізу полягає в тому, що ціна акції залежить від попиту та пропозиції на ринку і мало пов'язана з її внутрішньою вартістю [35]. Уся фінансова інформація та ринкові дані про певний актив відображаються в ринковій ціні цінного паперу. Тому за допомогою графіків робиться спроба визначити моделі руху цін, які передбачають майбутній рух цінних паперів. Для проведення технічного аналізу не обов'язково глибоко знати інструмент або ринок, але необхідні дані вільно торгуючих інструментів або ринків, оскільки рух цін видає поведінку інвесторів і може виявити найкращий час для купівлі або продажу для інвесторів. Аналітики здебільшого зосереджуються на наступних показниках під час проведення технічного аналізу: цінові тренди, осцилятори, ковзні середні, моделі графіків, індикатори імпульсу та обсягу, рівні опору та підтримки.

Критики технічного аналізу стверджують, що історія не повторюється в точності, а отже, припущення самого технічного аналізу не є точним [36-38]. Оскільки, як стверджується, історія не повторюється, критики вважають, що вивчення цінових моделей є марним. На нашу думку, недоліком даного підходу також є відсутність аналізу галузі, фінансово-економічного стану підприємства, що безпосередньо впливає на вартість цінних паперів. Аналіз галузі та компанії на сьогодні є особливо важливим, оскільки кризи впливають на окремі з них: криза COVID-19 підвищила прибутки компаній, що виробляли та реалізовували вакцини від вірусу, на противагу їм суттєво знизила доходи, або навіть зробила збитковими тур агенції, авіаперевізників тощо. Внаслідок російсько-української

війни особливого значення набувають компанії енергетичної галузі, військової промисловості.

Аналіз фінансово-економічного стану компанії може бути різностороннім: оцінка майнового стану, ліквідності та платоспроможності, фінансової стійкості, рентабельності, ділової активності тощо. Проте для максимальної корисності дослідження слід враховувати мету аналізу та кінцевого користувача інформації, в контексті даного дослідження метою є дослідження компаній з огляду на ефективність інвестування в них, а користувачами інформації є інституційні інвестори. Тому для аналізу обрано показники, що за своєю сутністю є частиною фундаментального аналізу цінних паперів.

Загалом, фундаментальний аналіз вивчає фінансову звітність компаній, включаючи всю якісну та кількісну інформацію, з метою визначення її вартості. При цьому зазвичай цей метод використовується для оцінки реальної вартості акцій, що торгуються на біржі. Він також може бути застосований до будь-якого іншого виду активів. Зазначимо інструменти, необхідні для показників фінансово-економічного стану компаній:

1. Річна звітність компанії. В цілому, показники, що характеризують економічний стан компаній, можна отримати з сайтів, якими часто користуються інвестори – reuters.com, morningstar.com, але за відсутності окремого на певну дату, отримати дані для його розрахунку можна з річної звітності.

2. Галузеві дані. Середовище, в якому працює компанія має важливу роль, тому виокремлення основних тенденцій галузі, в якій функціонує компанія має не менш важливе значення, аніж показники діяльності компанії. Інформаційним джерелом стають галузеві наукові дослідження окремих інститутів або галузевих асоціацій.

3. Новини. Інвестори та інвестиційні менеджери активно відслідковують події, що стосуються компаній та галузі, адже це прямим чином впливає на вартість акцій.

4. MS Excel для розрахунку необхідних показників.

Першим необхідність використання аналізу цінних паперів в процесі формування інвестиційного портфеля зазначив Бенджамін Грем. Таку думку підтримали чимало науковців та практиків-інвесторів, серед українських це, наприклад, Шевченко О.Г., Краснова В.І., Кравченко Ю.Я., тощо. Незважаючи на те, що фундаментальний аналіз не є новою методикою, проте вона накладається на нові виклики, що обумовлені, наприклад, пандемією та війною.

Пропонуємо розділити показники фінансово-економічного стану компаній за фінансовими коефіцієнтами та за фінансовими результатами. Перша група показників має на меті дослідження показників акцій компаній, а друга – ефективність управління компанією власними активами, капіталом та інвестиціями. Основна характеристика показників за фінансовими коефіцієнтами наведена на таблиці 2.1:

Таблиця 2.1 – Показники фінансово-економічного стану компаній (за фінансовими коефіцієнтами)

Показник	Характеристика	Норматив
Дохід на акцію (EPS), дол США	Основний показник прибутковості компанії, оскільки дозволяє інвесторам безпосередньо порівнювати прибутковість різних компаній	Зростання
Коефіцієнт «ціна-дохід» (P/E)	Показник дозволяє інвесторам безпосередньо порівнювати оцінки різних компаній. Він також є індикатором майбутньої ціни акцій компанії, оскільки показує, скільки інвестори готові платити за кожен долар прибутку	<32,5
Прогнозований коефіцієнт «ціна-дохід» (Forward P/E)	Оскільки даний показник використовує прогнозований дохід на акцію, він може давати неправильні або упереджені результати, якщо фактичний прибуток виявиться іншим. Проте показник корисний для порівняння з коефіцієнтом P/E: якщо він менший за P/E, акції компанії можуть бути не ефективними в довгостроковій перспективі	Менший за P/E
PEG Ratio	Даний коефіцієнт показує наскільки може зростати компанія. Враховуючи прогнозовані темпи зростання прибутку у формулі, показник розроблений для корекції коефіцієнта «ціна-дохід»	≤ 2

Продовження таблиці 2.1:

Балансова вартість (Book Value per Share), дол США	Балансова вартість компанії – це різниця між загальними активами та загальними зобов'язаннями компанії. Акції вважаються безризиковими, якщо даний показник більший за поточну ринкову вартість акції, проте така ситуація малоймовірна	>0
Коефіцієнт «ціна-балансова вартість» (P/B)	Показник використовується для порівняння ринкової капіталізації компанії з її балансовою вартістю та пошуку недооцінених компаній. Інтерпретується наступним чином: потрібно «P/B» років, щоб балансова вартість зрівнялася з поточною вартістю, інакше кажучи, щоб вартість акцій була забезпечена	≤ 2

Джерело: розроблено автором на основі [39]

На таблиці 2.2 представлена сутність та нормативна динаміка для показників за фінансовими результатами:

Таблиця 2.2 – Показники фінансово-економічного стану компаній (за фінансовими результатами)

Показник	Характеристика	Норматив
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA)	Показує, наскільки прибутковою є компанія по відношенню до її загальних активів. Керівництво компаній, аналітики та інвестори можуть використовувати ROA для визначення того, наскільки ефективно компанія використовує свої активи для отримання прибутку	Зростання
Коефіцієнт рентабельності пасивів (ROE)	Рентабельність власного капіталу вважається показником прибутковості компанії та її ефективності у генеруванні прибутку за рахунок капіталу. Оскільки власний капітал дорівнює активам компанії за вирахуванням її боргу, рентабельність власного капіталу вважається рентабельністю чистих активів	Зростання
Коефіцієнт рентабельності інвестицій (ROI)	Показник прибутковості інвестицій. Рентабельність інвестицій є способом прямого вимірювання суми прибутку від конкретної інвестиції по відношенню до вартості інвестицій	Зростання

Джерело: розроблено автором на основі [39]

Методика розрахунку даних показників зазначена на таблиці 2.3:

Таблиця 2.3 – Методика розрахунку показників фінансово-економічного стану компаній

Показник	Формула
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>	
Дохід на одну акцію (EPS)	$\frac{\text{Чистий дохід}}{\text{Кількість акцій в обігу}}$
Коефіцієнт «ціна-дохід» (P/E)	$\frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Дохід на одну акцію}}$
Прогнозована ціна на акцію (Forward P/E)	$\frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Прогнозований дохід на одну акцію}}$
PEG Ratio	$\frac{\text{Коефіцієнт "ціна – дохід"}}{\text{Темпи зростання прибутку}}$
Балансова вартість (Book Value per Share)	$\frac{\text{Акціонерний капітал}}{\text{Кількість акцій в обігу}}$
Коефіцієнт «ціна-балансова вартість» (P/B)	$\frac{\text{Ринкова ціна акції}}{\text{Балансова вартість}}$
<i>За фінансовими результатами</i>	
Коефіцієнт рентабельності активів (ROA)	$\frac{\text{Чистий дохід}}{\text{Сума активів}} \times 100$
Коефіцієнт рентабельності пасивів (ROE)	$\frac{\text{Чистий дохід}}{\text{Сума капіталу}} \times 100$
Коефіцієнт рентабельності інвестицій (ROI)	$\frac{\text{Поточна вартість} - \text{Загальна вартість}}{\text{Загальна вартість}} \times 100$

Джерело: розроблено автором на основі [39], [40]

Аналіз показників проводиться з метою прогнозування майбутніх результатів діяльності компанії. Він ґрунтується на переконанні, що ринкова ціна активу має тенденцію рухатися до його «реальної вартості» або «внутрішньої

вартості». Таким чином, якщо внутрішня вартість активу вища за його ринкову вартість, може виникнути ситуація, коли настає час купувати. В іншому випадку інвесторам варто продавати.

Отже, існують різні методи та показники для оцінки фінансово-економічного стану компаній, проте обрано показники за фінансовими коефіцієнтами та за фінансовими результатами. Такий вибір обумовлено метою аналізу компаній та їх акцій, – створення інвестиційного портфеля. Отож необхідно не лише дослідити економічну ефективність діяльності компанії, а і проаналізувати показники, що характеризують відповідність реальної ціни акції внутрішній.

2.2. Формування та управління інвестиційним портфелем

Одним із простих способів складання портфеля цінних паперів є метод Майкла О'Гігінса і Гарднерів. Даний метод використовується для зменшення інвестиційного ризику і дає можливість вибрати цінні папери компаній протягом короткого періоду часу, не використовуючи аналізу великої кількості економічних показників. Метод ґрунтується на виборі відразу декількох компаній і передбачає етапи, наведені на рисунку 2.1:

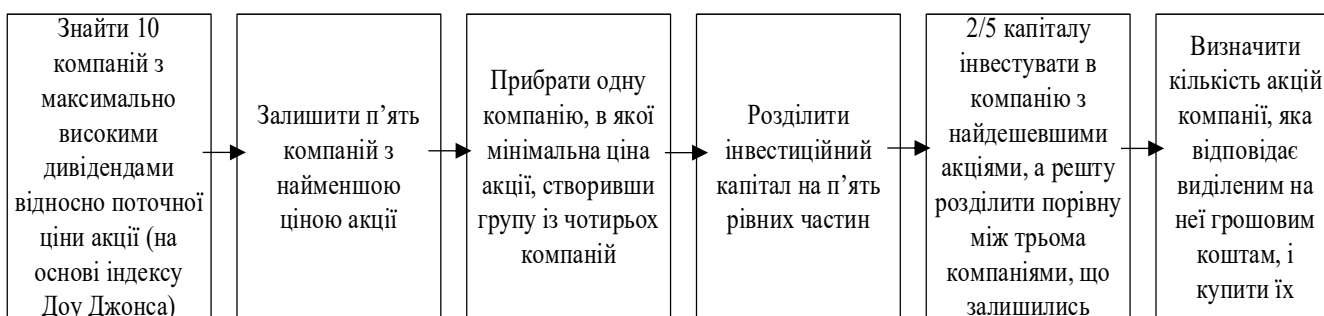


Рисунок 2.1 – Етапи формування інвестиційного портфеля методом Майкла О'Гігінса і Гарднерів

Джерело: складено автором

Таким чином, формується інвестиційний портфель, який не слід змінювати протягом року. Через рік можна переглянути портфель, застосовуючи колишню схему. Якщо новий список не відповідає старому, то слід провести заміну, а потім щорічно повторювати цю процедуру. Проте в контексті економічної нестабільності, суттєвим недоліком є те, що за таким підходом не мають значення галузі промисловості, в яких функціонують обрані компанії, а також портфель, найімовірніше, доведеться переглядати раніше, аніж за рік.

Також для оптимізації портфеля цінних паперів розглядають модель Г. Марковіца, яка лежить в основі теорії інвестиційного портфеля. Ця модель дає змогу визначити показники, що характеризують обсяг інвестицій і ризик, і дає можливість порівняти між собою різні альтернативні варіанти вкладення капіталу. Сукупний ризик портфеля Г. Марковіц розділив на дві складові частини. До першої він відніс систематичний ризик, який зумовлений економічною, психологічною та політичною обстановкою в країні, що впливає одночасно на всі цінні папери практично однаковою мірою. Другий – це специфічний ризик, наявний у кожного конкретного цінного паперу, цей ризик можна усунути під час управління портфелем цінних паперів. Поділ ризику на складові частини дає інвестору можливість проаналізувати цінні папери [6].

З огляду на небажання інституційних інвесторів обирати активи з високим ризиком через неоднозначні тенденції на ринку, принципи Марковіца використані при формуванні інвестиційного портфеля у даному дослідженні, зокрема про те, що стратегія вважається неефективною, якщо її прибутковість можна збільшити без зростання ризику або навпаки, зменшити ризик без падіння прибутковості. Також принцип диверсифікації на основі найнижчої кореляції між активами дотримується.

Модель оцінки капітальних активів (САРМ) – широко використовувана теорія фінансів, яка встановлює лінійний взаємозв'язок між необхідною віддачею від інвестицій і ризику. Згідно з цією моделлю необхідна прибутковість для будь-якого виду ризикових активів являє собою функцію трьох змінних: безризикової прибутковості, середньої прибутковості на ринку цінних паперів та

індексу коливання прибутковості даного фінансового активу по відношенню до прибутковості на ринку в цілому [9].

Проте ми вважаємо суттєвим недоліком даної моделі в тому, що вона потребує ідеальних умов на ринку, в тому числі вона передбачає, що суб'єкти на ринку мають раціональну поведінку. Натомість, теорія поведінкових фінансів стверджує протилежне. До того ж, ефективні показники дана модель показує на короткостроковий термін, а інвестиційний горизонт інституційних інвесторів – довгостроковий.

В даній кваліфікаційній роботі формування оптимального інвестиційного портфеля інституційних інвесторів передбачає такі етапи (рис. 2.2):

I етап	Аналіз діяльності інституційних інвесторів та їх інвестиційних очікувань
II етап	Оцінка фінансово-економічного стану компаній, акції яких розглядаються для інвестування
III етап	Вибір "зелених" облігацій для формування портфеля
IV етап	Аналіз ризик-дохідності активів
V етап	Формування інвестиційних портфелів на основі кореляційної матриці (з криптовалютою та без)
VI етап	Формування оптимальних портфелів
VII етап	Аналіз ризик-дохідності отриманих портфелів
VIII етап	Обґрунтування рекомендацій щодо формування та управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів

Рисунок 2.2 – Етапи формування та управління інвестиційним портфелем

Джерело: розроблено автором

Аналіз діяльності інституційних інвесторів передбачає виокремлення основних змін у структурі інвестиційного портфеля інвесторів, а також прогнозів інвесторів стосовно економічних тенденцій. Оскільки інституційні інвестори мають суттєвий вплив на ринок, даний етап є важливим. Внаслідок цього виокремлені галузі, які за досвідом та аналізом інвесторів випереджатимуть ринок і розглядатимуться у наступних етапах.

На основі виділених галузей з попереднього етапу, проводиться оцінка фінансово-економічного стану компаній, акції яких розглядаються в якості активів. Аналіз ефективності діяльності цих компаній базується на показниках, зазначених у п. 2.1. Окрім цього, на даному етапі передбачається аналіз і галузей, в яких функціонують компанії, оскільки вони так чи інакше зазнали певного впливу зовнішніх чинників протягом останніх шести років.

Аналіз показників впровадження стосовно акцій, оскільки це більш ризиковий фінансовий інструмент. Проте для диверсифікації ризику, необхідно додати й інші активи. В даному випадку, обираються «зелені» облігації та криптовалюта. Вибір облігацій зумовлений історичними даними щодо їх дохідності, а також на основі прогнозів інституційних інвесторів, а вибір Bitcoin як криптовалюти обумовлений низкою досліджень, зокрема J.P.Morgan про привабливість даної криптовалюти в якості стабілізуючого активу [41].

Аналіз ризик-дохідності активів передбачає такі етапи:

1. Логарифмічна дохідність – це спосіб розрахунку норми прибутку на інвестиції. Для місяця t та акції A місячна дохідність (r_{At}) визначається наступним чином:

$$r_{At} = \ln \frac{P_{At}}{P_{A,t-1}}, \text{ де} \quad (2.1)$$

P_{At} – ціна (курсова вартість) акції A у місяці t ,

$P_{A,t-1}$ – ціна (курсова вартість) акції A у попередньому місяці $t-1$.

Оскільки формула прибутковості інвестицій за допомогою логарифму враховує тривалість інвестиції, вона може бути використана для порівняння декількох інвестицій, які охоплюють різні періоди часу.

2. Очікувана середня дохідність активу. Розрахунок, як правило, базується на історичних даних і тому не може бути гарантованим для майбутніх результатів, однак він може встановити обґрунтовані очікування. Визначення середньої дохідності активів за наступною формулою:

$$\bar{r}_a = r_f + \beta_a(r_m - r_f), \text{ де} \quad (2.2)$$

r_a – очікувана дохідність,

r_f – безризикова ставка дохідності,

β_a – бета-ризик активу,

r_m – очікувана ринкова дохідність.

Середня дохідність (також відома як очікувана дохідність) – це прибуток або збиток, який інвестор очікує отримати від портфеля інвестицій. Як і в даному випадку, вона також може стосуватися щомісячної прибутковості акцій або середнього значення розподілу ймовірностей можливих прибутків.

В даному випадку розрахована середня дохідність дозволить відкинути ті активи, що мають від'ємну дохідність для подальших етапів формування портфеля. При розрахунку її за допомогою MS Excel, вона являє собою середнє значення логарифмічної дохідності.

3. Розрахунок дисперсійно-коваріаційної матриці (або коваріаційної) на основі прибутковості інвестицій (логарифмічної). Дисперсія – це показник змінюваності або розкиду в наборі даних. Математичне визначення коваріації наступне:

$$\text{Ковар}(r_A; r_B) = \frac{1}{M} \sum_1^M [r_{At} - E(r_A)] \times [r_{Bt} - E(r_B)], \text{ де} \quad (2.3)$$

M – кількість точок у розподілі (у нашому випадку $M = 12$ місяців);

$E(r_A), E(r_B)$ – середній (очікуваний) дохід з активів A і B ;

r_{At}, r_{Bt} – доходи з активів A і B у місяці t .

Коваріація – це міра того, наскільки відповідні елементи з двох наборів упорядкованих даних рухаються в одному напрямку. Математичний вигляд коваріації наступний:

$$Cov(X, Y) = \sum \frac{(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{N} = \frac{\sum x_i y_i}{N}, \text{ де} \quad (2.4)$$

N - кількість показників у кожному наборі даних,

\bar{x} - середнє значення з N оцінок у першому наборі даних,

x_i - i -й результат відхилення в першому наборі оцінок,

\bar{y} - середнє значення N балів у другому наборі даних,

y_i - i -й результат відхилення у другому наборі оцінок.

Отже, матриця дисперсії-коваріації має наступний вигляд:

$$S = \begin{bmatrix} cov_{11}^2 & cov_{12} & cov_{13} & \dots & cov_{1N} \\ cov_{21} & cov_{22}^2 & cov_{23} & \dots & cov_{2N} \\ cov_{31} & cov_{32} & cov_{33}^2 & \dots & cov_{3N} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ cov_{N1} & cov_{N2} & cov_{N3} & \dots & cov_{NN}^2 \end{bmatrix}, \text{ де} \quad (2.5)$$

cov_{11}^2 – дисперсія,

cov_{21} – коваріація.

Діагональні показники представляють дисперсію набору даних, а елементи поза діагоналлю дають коваріацію між парою наборів даних. У контексті розрахунків ризиків, пов'язаних з інвестуванням, дисперсійно-коваріаційна матриця - це прямокутна матриця, яка містить дисперсії та коваріації акцій, що входять до портфеля цінних паперів. Отже, діагональні елементи матриці представляють дисперсії окремих акцій.

4. Визначення стандартного відхилення кожного активу за наступною формулою:

$$\sigma = \sqrt{cov_{11}^2} \quad (2.6)$$

Стандартне відхилення в інвестуванні є мірою волатильності. Активи, які мають більш високе стандартне відхилення, як правило, забезпечують більш широкий діапазон прибутковості, ніж активи з більш низьким стандартним відхиленням. Стандартне відхилення, по суті, показує, наскільки інвестиційні прибутки мають тенденцію відхилятися від певного ряду історичних даних, які можуть бути виміряні або самі по собі (історичні ціни на той самий актив), або в порівнянні з середнім показником. В даному випадку, стандартне відхилення розраховується відносно ряду історичних даних.

5. Складання кореляційної матриці для відбору активів, що формуватимуть інвестиційний портфель.

$$R = \begin{bmatrix} 1 & r_{12} & r_{13} & \dots & r_{1N} \\ r_{21} & 1 & r_{23} & \dots & r_{2N} \\ r_{31} & r_{32} & 1 & \dots & r_{3N} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ r_{N1} & r_{N2} & r_{N3} & \dots & 1 \end{bmatrix}, \text{ з якої} \quad (2.7)$$

$$r_{jk} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{ij} - \bar{x}_j)(x_{ik} - \bar{x}_k)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_{ij} - \bar{x}_j)^2} \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_{ik} - \bar{x}_k)^2}}$$

На основі кореляційної матриці, вибираємо ті активи, що менше корелюють між собою з метою диверсифікації інвестиційного портфеля. Це фінальний етап аналізу активів перед формуванням портфеля.

Отримуємо рівнозважений портфель, для якого слід розрахувати очікувану дохідність, дисперсію та стандартне відхилення. Проте, якщо при аналізі активів дані показники розраховувались для окремого активу, на цьому етапі вони вже матимуть портфельні значення.

Тож, очікувана дохідність портфеля розраховується за формулою:

$$E(r_P) = \sum_{i=1}^N \gamma_i \times E(r_i) = \Gamma^T E(r) = E(r)^T \Gamma, \text{ де} \quad (2.8)$$

Γ – вектор-стовбець часток активів у портфелі,

$\Gamma^T = [\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \dots, \gamma_N]$ – транспонований вектор-стовбець Γ часток активів у портфелі,

$E(r)$ – середня дохідність за окремими активами,

$E(r)^T = [E(r_1), E(r_2), E(r_3), \dots, E(r_N)]$ – середня дохідність за окремими активами у вигляді транспонованого вектора-стовпця.

Дисперсія портфеля має наступний вигляд:

$$\text{Дисп}(r_P) = \sum_{i=1}^N (\gamma_i)^2 \text{Дисп}(r_i) + 2 \sum_{i=1}^N \sum_{j=i+1}^N \gamma_i \gamma_j \text{Ковар}(r_i; r_j) \quad (2.9)$$

Портфельне стандартне відхилення розраховується за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\text{Дисп}(r_P)} \quad (2.10)$$

Для формування оптимального інвестиційного портфеля, пропонуємо скористатися функцією «Пошук рішень» у MS Excel. Дана функція допомагає визначити оптимальну вагу кожного активу у портфелі для рівня дохідності, що отримана при розрахунку середньої дохідності портфеля, проте з мінімальною дисперсією.

На основі проведеного аналізу та сформованих інвестиційних портфелів, визначені рекомендації, що сприятимуть створенню оптимального портфеля для інституційних інвесторів.

Отже, у п. 2.2 зазначено покроково етапи аналізу активів, що розглядаються для формування інвестиційного портфеля. Аналіз допомагає відкинути активи, що мають від'ємну дохідність, а це, в свою чергу, не співпадає з метою створення інвестиційного портфеля, а також сформуванню портфеля з активів, що мають меншу кореляцію між собою. Сформований рівнозважений портфель також аналізується на предмет дохідності, дисперсії та стандартного відхилення. Кінцевий оптимальний портфель формується за допомогою функції «Пошук рішень» у MS Excel. Таким чином, отримуємо портфель тієї ж дохідності, що і у рівнозваженому, проте з мінімальною дисперсією.

3. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

3.1. Загальні тенденції діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку

Інституційні інвестори, такі як пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії та банки є значними гравцями у світовій економіці, і їхня частка на міжнародних ринках постійно зростає, оскільки вони інвестують у компанії по всьому світу та є кредиторами більшості урядів розвинених країн.

У цьому контексті залучення інституційних ресурсів для сталого розвитку, зокрема на ринки, що розвиваються, є як ніколи актуальним питанням для дискусії щодо залучення фінансових ресурсів для забезпечення сталого розвитку. Відповідно до аналітичного звіту OECD 2021 року, переорієнтація лише 3,7% зі 100 трильйонів доларів США активів, якими володіють інституційні інвестори у всьому світі, на підтримку сталого розвитку в країнах, що розвиваються, була б достатньою, щоб заповнити розрив у 3,7 трильйона доларів США [42]. Наслідки війни в Україні з продовольчою, паливною та фінансовою кризами, а також триваюча пандемія COVID-19 та кліматичні зміни додають стресів, особливо в країнах, що розвиваються.

Більшість активів інституційних інвесторів вкладаються в облігації та акції. Інвестиції інституційних інвесторів зазвичай регулюються через обмеження обсягів інвестицій, що є відносно поширеним для пенсійних фондів, або більш принциповим підходом, як, наприклад, для страхових компаній у багатьох країнах. Відповідно до даних дослідження діяльності інституційних інвесторів Natixis [43-44], можна розглянути структуру інвестиційного портфеля інституційних інвесторів у 2015 та 2021 роках на рисунку 3.1:



Рисунок 3.1 – Структура портфелів інституційних інвесторів на довгостроковий період у 2015 та 2021 рр.

Джерело: [44]

Дослідження охоплювало 500 інституційних інвесторів з 29 країн світу. З рисунків помітно, що інституційні інвестори реагують на нестабільність фінансового ринку, збільшуючи інвестиції в цінні папери з фіксованим доходом з метою збереження капіталу: на 11,8% питомої ваги у структурі портфелів

зросли цінні папери з фіксованим доходом. Відповідно, на 6% скоротилася частка акцій та на 8,3% альтернативні інвестиції. Протягом останніх 10 років серед інституційних інвесторів все більшою стає частка тих, хто надає перевагу активному управлінню портфелем, аніж пасивному.

У 2022 році в розрізі активів з фіксованою дохідністю все більш привабливими для інвесторів стають «зелені» облигації: якщо ще у 2020 році в них не планували взагалі інвестувати 61% інвесторів, то у 2022 – 60% опитуваних інвесторів мають наміри збільшити їхню частку в портфелі і лише 5% планують їх зменшити [45]. Привабливість «зелених» облигацій тісно пов'язана зі стрімким розвитком ESG-інвестування (Environmental, Social, Governance) [46], що демонструє прагнення інвестора не лише отримати дохід та/або зберегти фінансовий капітал, а і бути соціально відповідальним.

Серед акцій більшість інвесторів планує збільшити частку в акції ринків, що розвиваються (41% опитуваних у 2022 році), а також в акції ринку Азії (34%), натомість у акції США 36% мають наміри скоротити частку. У складі альтернативних інвестицій переважають інвестиції в інфраструктуру, в яку 53% інвесторів планують підвищити частку. Але здебільшого, виходячи з результатів опитування, інституційні інвестори не поспішають змінювати структуру активів, адже в більшості типів активів переважає частка інвесторів, що не будуть змінювати питому вагу активу в портфелі.

Інституційні інвестори з огляду на тенденцію ринку та проведених досліджень, формують власні прогнози щодо того, які галузі економіки будуть випереджати ринок, і результати таких очікувань у 2022 році можна переглянути на рисунку 3.2:

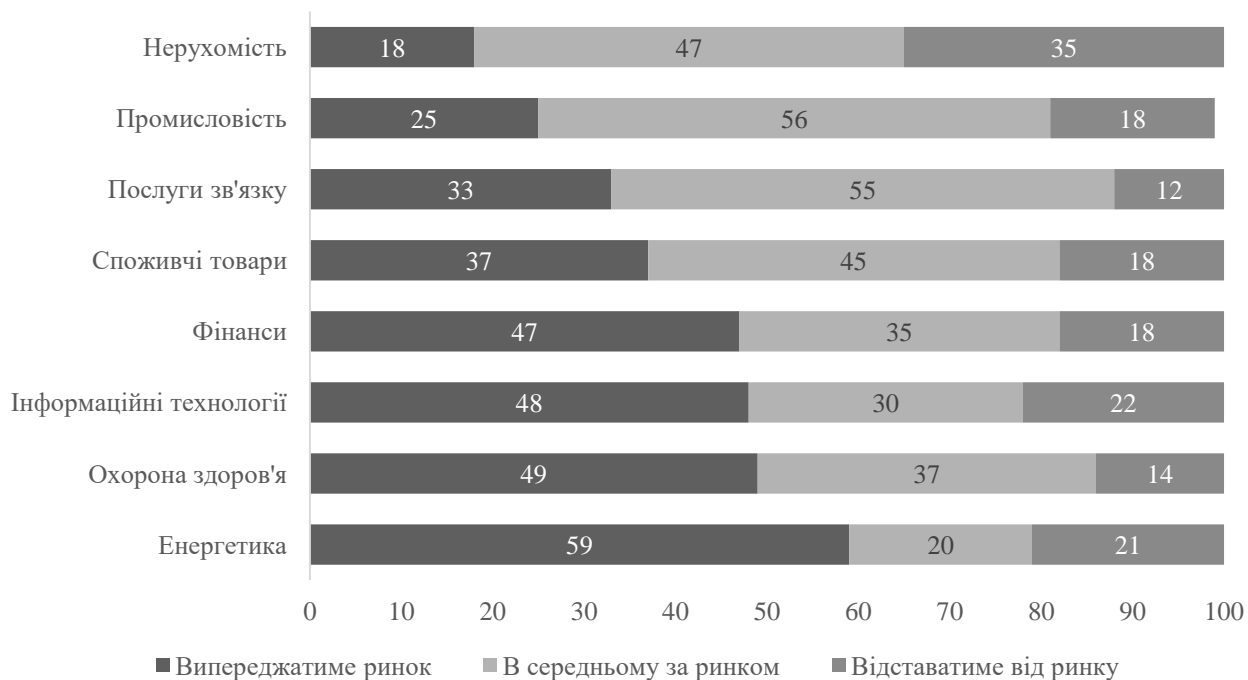


Рисунок 3.2 – Очікування інституційних інвесторів щодо розвитку галузей економіки відносно ринку у 2022 році, % опитуваних інвесторів

Джерело: statista.com

Отже, більшість інвесторів очікують, що випереджатимуть ринок галузі енергетики (59% опитуваних), охорона здоров'я (49%), інформаційні технології (48%) та фінанси (47%). Але також користуються популярністю інвестиції в інфраструктуру, адже 97% інвесторів, що інвестували в неї, планують або не змінювати частку інвестицій в портфелі, або збільшити її.

COVID-19 прискорив діджиталізацію та технологічні зміни у фінансовій сфері, але разом з тим в учасників фінансового ринку зростає занепокоєння, що передові технології можуть стати загрозою глобальній фінансовій стабільності, у поєднанні з надлишковою ліквідністю та невизначеною регуляторною базою. Підвищується зацікавленість інвесторів, зокрема інституційних, у криптовалюти як активу в інвестиційному портфелі.

За дослідженням J. P. Morgan 2021 року [41], конкуренція біткоіна із золотом як «альтернативної» валюти, ймовірно, продовжиться, оскільки міленіали стають все більш важливим компонентом світогляду інвесторів і

надають перевагу «цифровому золоту» над традиційним. Майже 60% інституційних інвесторів інвестували в цифрові активи в першому півріччі 2022 року, що на шість пунктів більше, ніж минулого року [47]. При цьому найбільше надають перевагу цифровим активам інвестори Азії та Європи (більше 65%), а серед інвесторів США 42% мають криптовалюту у складі інвестиційного портфеля. Найбільш популярними криптовалютами є біткоїн та ефір.

За аналітикою J. P. Morgan, біткоїн має стати стабілізуючим активом у портфелі, тож переглянемо S&P Bitcoin індекс на рисунку 3.3:



Рисунок 3.3 – S&P Bitcoin індекс у 2019-2022 рр.

Джерело: spglobal.com

Прослідковуємо падіння індексу у 2022 році на близько 62%, що обумовлене небажанням інвесторів вкладатися у більш ризикові активи та недовірою щодо стабільності крупної біржі FTX. Сумніви щодо функціонування біржі пов'язані з купівлею Vinance підрозділу FTX, що викликало неоднозначні думки інвесторів щодо платоспроможності біткоїна. Втім, поки одна частина інституційних інвесторів розчаровується у цифрових активах у складі портфелів, інші продовжують розглядати біткоїн як інструмент хеджування при

нестабільності індексу S&P 500, що зумовлене протистоянням США та Китаєм. Тож дане питання залишається дискусійним.

Отже, за результатами дослідження діяльності інституційних інвесторів визначено, що в умовах нестабільності фінансового ринку з огляду на пандемію та російсько-українську війну, інвестори збільшують частку активів з фіксованою дохідністю. При цьому, якщо більшість інвесторів не планують змінювати питому вагу майже всіх категорій активів, то виокремлюються «зелені» облігації, які 60% інвесторів мають наміри збільшити, тож їх варто включати і в портфелі, що будуть сформовані в кваліфікаційній роботі. Енергетика, охорона здоров'я, інформаційні технології та фінанси за думкою інвесторів мають випереджати ринкові показники. Інвестування у цифрові активи наразі має неоднозначний характер, адже криптовалютні індекси обвалилися і поки одні інвестори вважають, що вони стабілізуються, інші вже не мають намірів інвестувати в них, тому наскільки доцільно наразі формувати портфель інституційним інвесторам з криптовалютою як активом потребує дослідження.

3.2. Інвестиції в акції: оцінка та аналіз фінансового стану досліджуваних компаній

Як вже було зазначено, одними з основних активів в інвестиційних портфелях інституційних інвесторів є акції. Оскільки для формування ефективного інвестиційного портфеля необхідно здійснити аналіз акцій компаній, пропонуємо використати фундаментальний. За допомогою фундаментального аналізу ми маємо змогу прогнозувати майбутні тенденції та отримати вигоду з непередбачуваного руху ціни. Показники фундаментального аналізу досліджені в розрізі галузей економіки, які інституційні інвестори вважають випереджаючими. На таблиці 3.1.1 представлені показники фінансово-економічної діяльності технологічних компаній:

Таблиця 3.1.1 – Показники фінансового стану технологічних компаній 2017-2019 рр.

Компанія	Adobe, Inc.			Wix.com, Ltd.			Meta Platforms, Inc.			Netflix, Inc.			Apple, Inc.		
Роки	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол	3,38	5,20	6,00	-1,24	-0,78	-1,71	5.39	7.57	6.44	1,25	2,68	4,13	2,43	3,04	3,17
P/E	53,53	49,78	51,59	-46,40	-116	-	32,74	17,32	31,87	153,57	99,87	78,35	16,54	12,52	22,72
FWD P/E	31,55	29,67	31,45	111,11	72,46	58,48	27,03	18,66	21,83	85,47	63,69	57,47	14,90	12,90	20,45
PEG Ratio	2,42	1,13	1,28	-16,61	-3,28	1,16	0,50	0,35	0,74	5,33	3,35	2,53	6,32	1,49	2,19
Book Value per Share, дол	17,22	19,20	21,80	0,24	3,09	4,03	25.58	29.48	35.43	8,26	12,00	17,28	6,90	6,23	5,10
P/B	10,54	13,07	14,20	625,50	28,70	30,93	6.90	4.45	5.79	23,23	22,31	18,73	5,83	6,11	14,09
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	12,35	16,11	14,76	-19,37	-5,52	-8,52	20.81	23.97	15.27	3,35	5,26	6,11	13,83	16,33	17,13
ROE, %	21,16	29,13	29,09	-	-	-	23.22	27.51	19.97	17,24	25,81	28,45	37,37	50,92	60,18
ROI, %	21,92	25,07	27,94	-952,38	-8,66	-	19,71	24,48	15,62	10,30	12,27	13,64	28,05	31,91	35,64

Джерело: складено автором на основі reuters.com

Якщо аналізувати технологічну галузь в цілому, то пандемія COVID-19 здебільшого позитивно вплинула, адже разом із карантинними обмеженнями, населення різних країн все більше користувалось послугами технологічних компаній. Російсько-українська війна вплинула особливо негативно на ті компанії, які приймали рішення про вихід з ринку росії, втрачаючи великий обсяг споживачів. Оскільки технології – те, що постійно розвивається та чим активно користуються, цілком обґрунтовано інвестори очікують, що дана галузь випереджатиме ринок.

Але позитивного впливу пандемії не зазнала компанія Adobe, адже до 2019 року показники здебільшого мали позитивну динаміку зростання: зростали коефіцієнти ROA, ROE, ROI у 2018 році порівняно з 2017. Р/В зависокий, адже 10-14 років для того, щоб балансова вартість зрівнялась з поточною вартістю, іншими словами, щоб вартість акцій була забезпечена, це забагато. В цілому, даний показник має бути 2 та менше.

Wix.com має негативні значення у більшості показників, що, очевидно, носить не привабливий характер активу. На падіння показників у 2017-2019 рр. впливали скоріше дії інвесторів, які продавали акції, адже доходи компанії зростали, тим не менш, таке зростання не підтвердило очікувань інвесторів. Звичайно, інвестори мають різні стратегії, в тому числі купляти акції недооцінених компаній або тих, які по різних причинах вони вважають зростатимуть, але інституційні інвестори надають перевагу стабільнішим компаніям, які забезпечать збереження та зростання їхнього капіталу, тому Wix.com однозначно не буде включена до складу активів інвестиційного портфеля.

Динаміка показників Meta Platforms демонструє те, що 2019 рік не був успішнішим для компанії, аніж попередні. Це пов'язано з тим, що бізнес-модель Facebook перестала працювати так само ефективно, як раніше. Вона передбачала, що споживачі самостійно запрошуватимуть користуватися соціальними мережами друзів, родичів, але наразі важко зустріти людину, яка не знає про послуги Meta Platforms, натомість, вони і чули про ситуації з витіком даних та

іншими проблемами навколо платформи, що торкається її споживачів. Тому велика кількість інвесторів мають думку, що стрімкий зріст Meta Platforms може і не відбутися.

Netflix має позитивну динаміку у 2017-2019 рр., хоча і за показником P/E компанія вважається переоціненою. ROA, ROE та ROI зростають щорічно, що позитивно оцінює управління активами, капіталом та інвестиціями. Незважаючи на те, що компанія не виплачує дивіденди, вона є привабливою для інвестування. Але приваблива вона скоріше для приватних інвесторів, оскільки на той час її акції були акціями росту, що передбачало стрімкий ріст у вартості акцій, але він не може бути постійним і тому несе за собою більш ризиковий характер. Власне, цей ріст і закінчився у 2022 році.

Акції Apple мають позитивну динаміку у 2017-2019 рр. Forward P/E менший за P/E, що вказує на прибутковість акцій у довгостроковому періоді. Показники рентабельності зростають, як і показники EPS, P/E, тому можна зробити висновок, що акції можна обирати у якості активу для інвестиційного портфеля інституційного інвестора.

Динаміку показників цих компаній у 2020-2022 рр. можна переглянути на таблиці 3.1.2. Топ-менеджмент Adobe Inc. у грудні 2022 року оголосили про зворотній викуп 5 мільйонів акцій [48]. Зазвичай це свідчить про те, що керівництво вважає акції компанії недооціненими. Хоча якщо подивитися на динаміку показника P/E, то він може свідчити навпаки про певну переоціненість компанії, бо даний показник є нормальним умовно до 32,5. PEG Ratio також демонструє неоднозначну тенденцію, у 2017 та 2021 він більше 2, що не є позитивним маркером. ROE компанії стабільно зростав до 2020 року включно, але з 2021 наявне зниження коефіцієнта. В цілому, відносно оцінки в середньому відношення інвесторів до акцій компанії, можна сказати, що вони не є першочерговими для вибору в якості активів. Не можна однозначно радити акції Adobe через щонайменше негативну динаміку ROA та ROE, адже це означає, що компанія неефективно використовує активи та не вміє монетизувати капітал.

Таблиця 3.1.2 – Показники фінансового стану технологічних компаній 2020-2022 рр.

Компанія	Adobe, Inc.			Wix.com, Ltd.			Meta Platforms, Inc.			Netflix, Inc.			Apple, Inc.		
Роки	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	10,83	10,02	10,14	-3,98	-3,15	-8,62	10,10	13,80	10,49	6,08	11,24	3,20	3,69	6,04	6,11
P/E	44,14	66,85	36,83	-62,80	-50,10	-69,14	27,05	24,37	12,93	88,79	53,60	15,54	35,51	29,23	22,58
FWD P/E	43,67	43,29	22,32	526,32	112,53	105,26	25,06	20,75	15,04	57,14	46,51	29,33	30,77	28,99	24,04
PEG Ratio	1,38	2,29	1,38	0,60	-5,64	-9,39	0,84	0,93	0,61	2,90	1,87	0,57	4,98	1,86	1,24
Book Value per Share, дол США	27,69	31,15	30,78	5,13	2,55	-1,10	45,03	45,56	46,56	24,98	35,70	42,90	3,94	4,40	3,18
P/B	17,28	21,50	12,13	55,73	46,26	41,06	6,07	7,38	2,91	21,64	16,88	4,08	33,31	40,11	43,41
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	23,50	18,55	18,11	-10,96	-5,70	-24,94	19,97	23,51	16,99	7,36	12,15	10,97	19,44	28,75	28,10
ROE, %	45,42	34,07	33,82	-68,87	-54,36	-689,60	25,25	29,71	23,16	28,22	35,34	27,63	90,59	149,81	160,90
ROI, %	26,99	31,75	33,89	-23,65	-28,61	-46,92	20,19	27,18	26,75	18,35	21,15	17,54	44,77	66,93	73,31

Джерело: складено автором на основі reuters.com

Wix.com наразі цікавить інвесторів через досягнення графічного паттерну «золотий хрест», який у технічному аналізі свідчить про можливий бичачий тренд [49]. Проте за показниками все ще прослідковуються негативні значення.

У Meta Platforms з 2021 року помітно тенденцію до зниження усіх показників, окрім Book Value per Share. Якщо зменшення показників у 2021 році відбулося на фоні масової вакцинації та поступового повернення споживачів до звичного життя, то у 2022 падіння продовжилося через заяву про скорочення кількості щоденних користувачів Facebook у 4 кварталі 2021 року. Таке скорочення було вперше за декілька років діяльності компанії. На фоні падіння прибутку компанія також має наміри провести масштабне скорочення працівників у 2022 році [50]. Хоча багато інвесторів прогнозують у подальшому зростання користувачів Facebook, Forward P/E більший за P/E у 2022 році, що може свідчити про те, що акції Meta Platforms не ефективний актив для довгострокового інвестування, власне, інституційні інвестори здебільшого мають довгостроковий інвестиційний горизонт.

Netflix відноситься до тих компаній, на яку негативно вплинуло різке скорочення споживачів послуг з виходом з ринку РФ, хоча таке скорочення відбулося і на ринку США та Канади також. Через ситуаційний підхід менеджменту Netflix, компанія все ще не може подолати наслідки такого падіння, про що видно і з показників таблиці 3.1.2. До 2022 року ROA, ROE та ROI свідчили про ефективність керування компанією, адже вони зростали. Значення показника P/E демонструють переоціненість акцій компанії, але також тільки до 2022 року. В цілому, можна зазначити, що компанія перетворилася із компанії росту у компанію вартості, що означає, що подальший ріст її вартості не буде таким динамічним порівняно з попередніми роками. Незважаючи на недостатню ефективність управління ризиками компанії, вихід нового серіалу «Wednesday» найімовірніше забезпечить зростання доходів Netflix, адже він набрав чималу популярність та кількість нагород.

Акції Apple користуються чималою популярністю серед вибору активів технологічних компаній. В інвестиційному холдингу В. Баффета Berkshire

Nathaway акції цієї компанії займають частку більше 40% протягом щонайменше останніх 5 років [51]. Показники демонструють позитивну динаміку: EPS зростає протягом 2017-2022 рр., Forward P/E здебільшого менший за P/E (у 2022 році він більший через менше зростання, аніж було очікуваним), тенденцію до зростання показують і коефіцієнти ROA, ROE та ROI. Незважаючи на тимчасово неоднозначну тенденцію зміни вартості акцій компанії, більшість аналітиків прогнозують зростання 2025 року, Передбачається, що максимальний поріг вартості перевищить 250 дол., а мінімальна планка зупиниться на сумі в 190 дол. Тому 2022-2023 рр. є найкращим періодом для інвестування в акції Apple.

В цілому, технологічні компанії не ідеально відображаються даними показниками, вони краще демонструють реальний сектор. Тим не менш, на їхній основі можна визначити, що кращим вибором серед аналізованих акцій є акції Apple на довгострокову перспективу. Netflix як акції вартості також можуть бути цікавими для інституційних інвесторів через більш стабільну динаміку вартості акцій, але все залежить від ефективності менеджменту компанії та подальших рішень в цілому, наприклад, якщо компанія почне виплату дивідендів.

Показники компаній енергетичного сектору представлені на таблиці 3.2.1.

Енергетична галузь цікава інвесторам, особливо коли зростають ціни на нафту або посилюється геополітична напруженість, адже через це ціни можуть стати більш волатильними. Енергетичний сектор відносно складний для загального аналізу та специфічних ризиків, які має кожна енергетична компанія, зокрема необхідно розумітися на якості видобувних продуктів компанії. Це необхідно тому, що окрім волатильності цін, такі компанії характеризуються і більшою ймовірністю банкрутства. Але за опитуванням інституційних інвесторів, більшість очікує, що дана галузь випереджатиме ринок, тому проаналізуємо показники енергетичних компаній.

Enbridge не входить до ТОП-10 енергетичних компаній, проте інвестори зацікавлені у ній. Дивіденди стабільно ростуть щорічно, про що свідчить річна звітність компанії [51-52]. За показниками рентабельності прослідковується позитивна тенденція до зростання.

Таблиця 3.2.1 – Показники фінансового стану компаній енергетичного сектору 2017-2019 рр.

Компанія	Enbridge Inc.			TotalEnergies SE			NextEra Energy, Inc.			The Williams Companies, Inc.			EOG Resources, Inc.		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	1,39	1,16	1,99	3,35	4,24	4,17	2,85	2,30	1,94	2,62	0,79	0,71	4,46	5,89	4,72
P/E	20,27	20,51	16,28	12,21	9,53	10,66	12,34	17,40	29,33	8,49	8,23	7,25	20,22	12,45	15,10
FWD P/E	19,80	16,78	18,83	13,64	8,46	10,63	21,83	21,83	26,04	25,84	21,65	21,60	20,42	12,99	13,21
PEG Ratio	2,70	23,06	8,32	2,24	1,08	4,89	0,26	0,10	-0,59	3,78	4,29	4,84	10,80	1,11	1,78
Book Value per Share, дол США	29,91	28,02	25,83	44,26	43,79	44,88	15,67	19,57	21,15	19,58	13,22	13,50	28,15	33,39	37,19
P/B	0,94	0,85	1,25	1,25	1,19	1,23	2,24	2,04	2,69	1,14	1,28	1,43	3,20	2,20	1,92
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	1,53	1,52	3,22	3,66	4,44	4,20	5,68	6,77	3,34	4,61	-0,34	1,83	8,82	10,49	7,54
ROE, %	3,78	3,61	7,38	7,79	9,49	9,46	19,53	18,07	9,55	14,11	-0,97	5,13	17,80	18,95	13,13
ROI, %	4,80	5,34	6,56	6,92	10,32	9,81	8,96	6,66	7,25	2,54	2,04	5,18	14,42	19,07	14,66

Джерело: складено автором на основі reuters.com

Enbridge у 2017-2019 рр. EPS має неоднозначну динаміку, зменшившись у 2018 році та зрісши у 2019. P/B має значення нижче 2, що є позитивним. PEG Ratio суттєво змінюється, але даний показник заснований на очікуваннях щодо суми EPS, а не на фактичних результатах.

TotalEnergies SE у порівнянні з попередньою компанією має вищий EPS. Forward P/E майже зрівнюється у значеннях із P/E, що свідчить про невпевненість в даних акціях для довгострокового фінансування, принаймні в періоді 2017-2019 рр. Показники рентабельності мають позитивну динаміку, хоча і дещо знизилися у 2019 році. Загалом у 2019 році через COVID-19 інвестори очікували, що зменшиться попит на енергоносії (що і сталося вже в першому кварталі 2020 року [54]), тому майже усі компанії в динаміці у 2019 році мають нижчі показники діяльності.

NextEra Energy за показниками рентабельності демонструє зниження ефективності управління активами та капіталом, адже протягом 2017-2019 рр. знижуються показники ROE, ROA. EPS також знижується, що є негативною динамікою. Тим не менш, NextEra Energy є однією з найбільших компаній-постачальників енергії, яка є відновлюваною. Компанія знаходиться у США, тому орієнтується в першу чергу на прогнози США по переходу на відновлювальну енергетику і позитивно оцінює свій потенційний розвиток. Відновлювана енергія має підґрунтя для зростання популярності не тільки через турботу про екологію, а і через ціну її добування: якщо з природного газу вартість видобутку складає 30-40 дол. США за МВт/год, то з вітру та сонця 20-30 дол. США. Тому енергетичні компанії, що спеціалізуються на відновлювальній енергії, варті уваги для аналізу та інвестування.

The Williams Companies володіє та управляє однією з найбільших мереж газопроводів, переробних та інших інфраструктурних об'єктів у США. Компанія стверджує, що її система забезпечує близько 30% поставок природного газу до країни [55]. За даними таблиці 3.2.1, спостерігається зниження EPS компанії, у 2018 році від'ємні показники рентабельності активів та рентабельності капіталу. При цьому, рентабельність інвестицій зростає і у 2019 році вже складала 5,18%,

що у 2,5 рази вище ніж у 2018. Дивіденди на одну акцію зростають протягом 2017-2019 рр (2017 р. – 1,20 дол, 2018 р.- 1,36 дол, 2019 р. – 1,52 дол [56]).

EOG Resources вирізняється з усіх компаній високими коефіцієнтами рентабельності, хоча і 2019 рік не став винятковим, спостерігається зниження усіх показників. Дохід на одну акцію також вищий серед аналізованих компаній. До падіння цін на нафту, EOG Resources була однією з найбільш прогресуючих компаній з високою капіталізацією, але внаслідок таких змін на ринку, компанія прийняла рішення зосередитися на скороченні витрат та підвищенні продуктивності свердловин [57]. Власне, така стратегія реагування на ринкові зміни виявилась ефективною.

Наскільки компанії енергетичного сектору ефективно відреагували на кризу COVID-19, можна побачити в динаміці показників за 2020-2022 рр., що представлений на таблиці 3.2.2.

За показниками таблиці 3.2.2 видно, що усі компанії зазнали значного негативного впливу кризи COVID-19. Це пов'язане з тим, що через карантинні обмеження вже у першому кварталі 2020 року відбулося скорочення попиту на енергоносії. При чому скорочення попиту стосувалося більшості видів енергії: на нафту впав на 5%, на природний газ на 2%, на вугілля майже на 8% (станом на 1 квартал 2020 року) [58]. Але на фоні невідновлювальної енергетики, більшість об'єктів відновлюваної мають пріоритетний доступ до енергосистеми і не повинні коригувати потужність для задоволення попиту, тим самим захищаючи себе від падіння попиту. З огляду на це, у 1 кварталі 2020 році попит на відновлювальну енергію зріс на 1,5%.

Саме через зріст попиту на відновлювальну енергію, NextEra Energy хоча і не характеризується зростанням показників, але EPS компанії знизився не так суттєво порівняно з іншими компаніями. TotalEnergies SE, наприклад, нафтогазова компанія і у 2020 році мала від'ємний EPS на фоні значного скорочення попиту на нафту. Але усі компанії, обрані для аналізу, вже у 2021 році мають показники вищі за період 2017-2019 рр., з чого можна зробити висновок, що менеджмент компаній був ефективним для подолання кризи.

Таблиця 3.2.2 – Показники фінансового стану компаній енергетичного сектору 2020-2022 рр.

Компанія	Enbridge Inc.			TotalEnergies SE			NextEra Energy			The Williams Companies, Inc.			EOG Resources, Inc.		
Роки	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	1,10	2,26	2,11	-2,93	5,91	8,74	1,49	1,81	1,94	0,16	1,24	1,64	1,46	7,98	12,73
P/E	25,47	16,24	17,30	20,12	7,90	5,23	49,82	50,52	40,22	111,73	19,96	17,23	23,62	10,35	8,62
FWD P/E	16,10	15,82	17,73	20,37	8,18	5,03	29,07	32,05	27,78	17,86	19,84	19,53	29,07	8,87	8,99
PEG Ratio	2,94	4,00	1,86	7,11	0,36	0,89	2,08	-1,94	2,15	3,68	5,51	5,90	4,27	0,98	0,82
Book Value per Share, дол США	23,72	24,96	25,51	39,45	42,87	47,67	22,92	23,14	23,53	12,02	11,61	11,42	34,79	37,90	40,61
P/B	1,18	1,47	1,43	1,06	1,15	1,00	3,53	3,95	3,32	1,49	2,13	2,47	1,26	2,18	2,70
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	1,83	3,55	3,18	-2,77	5,67	7,10	2,35	2,61	2,58	0,47	3,28	4,21	-1,68	12,57	19,27
ROE, %	4,37	8,97	8,48	-6,47	14,24	19,43	6,89	7,90	8,47	1,39	10,67	14,33	-2,94	21,80	33,23
ROI, %	6,07	6,02	5,74	-3,38	14,53	26,54	6,06	3,12	3,47	5,98	7,47	8,14	-2,12	23,04	36,25

Джерело: складено автором на основі reuters.com

Акції Enbridge можуть стати прибутковим та надійним активом з певних причин. По-перше, ріст попиту на відновлювальні енергосистеми ще недостатньо динамічний і зберігається потреба в транспортуванні викопних ресурсів, а компанія має власну систему трубопроводів. Компанія канадська і в Канаді отримати дозвіл на будівництво нових трубопроводів не дуже легко, а отже, високий бар'єр для входу на ринок створює конкурентну перевагу для Enbridge. По-друге, компанія планує розробку та впровадження нових проектів, що стосуються відновлювальної енергії.

Компанія The Williams посіла перше місце в групі компаній, що займаються зберіганням та транспортуванням нафти і газу, у Глобальній оцінці корпоративної стійкості (CSA) S&P, а також була включена до індексів DJSI North America та DJSI World. Компанія має стабільну динаміку до зростання показників, натомість найнижчі значення EPS та Forward P/E у 2021 зрівнявся фактично з P/E, а у 2022 році перевищив його, з чого можна зробити висновок, що на довгострокове вкладення акції компанії можуть бути неефективними.

EOG Resources мала негативні показники рентабельності у 2020 році, проте вже у наступних вони стрімко зростали і у 2022 році показники вищі за решту компаній. У зв'язку з суттєвим падінням базових цін у 2020 році компанія скоротила загальний видобуток нафти та природного газу лише на 7,6%, оскільки низька собівартість видобутку сприяла генеруванню грошових потоків. Крім того, компанія зберегла рівень дивідендних виплат завдяки реалізації виваженого плану капітальних інвестицій та використанню наявних грошових коштів. Враховуючи нещодавнє зростання цін на нафту, компанія повертала надлишкові грошові кошти акціонерам у вигляді дивідендів та зворотного викупу акцій [59]. Дивідендний дохід у 2022 році значно виріс і склав 3,3 дол, для порівняння, у 2021 він склав 1,61 дол і це найбільший ріст доходу з 2013 року.

В цілому, за результатами аналізу енергетичних компаній, акції усіх компаній можуть бути досліджені як складові інвестиційного портфеля, адже усі характеризуються позитивною динамікою показників, дивідендними доходами

та ефективністю подолання кризи. В будь-якому випадку, одним з етапів формування портфеля є створення кореляційної матриці, тому наскільки раціональними будуть акції окремих компаній в портфелі, перевіримо в ході його формування.

Сфера охорони здоров'я особливо популярною стала через коронакризу, особливо користуються попитом ті компанії, що виробляють вакцину від коронавірусу: у 2020 році спостерігалось значне збільшення витрат країн на охорону здоров'я порівняно з 2019. Тож показники компаній в сфері охорони здоров'я в період 2017-2019 рр. наведені на таблиці 3.3.1.

The Cooper Companies займається виготовленням медичних приладів. З таблиці 3.3.1 видно, що в компанії суттєво знизився показник EPS у 2018 році. Це відбулося через суттєве скорочення чистого доходу компанії, що зменшився на 233 млн дол і склав 140 млн дол (зменшився на 62%). Доходи компанії не зменшилися, проте витрати значно зросли. Але у 2019 році EPS вищий порівняно не лише з 2018 роком, а і 2017. На фоні такого скорочення чистого доходу, усі інші показники також зменшились у 2018 році. Коефіцієнти рентабельності найнижчі серед усіх компаній галузі за даний період.

Johnson&Johnson окрім виробництва медичного обладнання, також виробляє санітарно-гігієнічні та косметичні товари, що диверсифікує дохід компанії. В цілому компанія має позитивну динаміку показників: EPS зростає, хоча і був значно низьким у 2017 році (у 2017 компанія втратила 10,7 млрд дол за четвертий квартал чистого доходу через сплачені податки, система яких була переглянута урядом США в тому ж році [60]). Також зростають показники P/E, рентабельності, а Forward P/E менший за P/E. Серед недоліків – зависокі значення PEG Ratio та P/B, який свідчить, що станом на 2019 рік акція буде забезпечена лише через 6 років.

Merck & Co. – міжнародна біофармацевтична компанія, що за межами США та Канади відома як Merck Sharp & Dohme. За даними таблиці, коефіцієнти рентабельності компанії зростають протягом 2017-2019 рр.

Таблиця 3.3.1 – Показники фінансового стану компаній сфери охорони здоров'я 2017-2019 рр.

Компанія	The Cooper Companies, Inc.			Johnson & Johnson			Merck & Co., Inc.			Zoetis, Inc.			Novartis AG		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	7,52	2,81	9,33	0,47	5,61	5,63	0,87	2,32	3,81	1,75	2,93	3,11	3,25	5,38	5,06
P/E	31,92	92,85	31,14	316,18	18,39	19,9	32,33	29,07	24,39	34,24	28,48	42,46	19,52	12,51	16,72
FWD P/E	20,92	20,12	23,15	18,05	16,95	15,29	14,01	16,21	15,65	26,11	25,19	30,30	15,82	15,77	16,26
PEG Ratio	2,09	9,37	2,08	46,02	5,40	10,58	2,88	2,07	1,96	2,95	1,42	1,75	2,62	1,98	2,12
Book Value per Share, дол США	65,08	67,23	73,90	22,43	22,44	22,59	12,82	10,37	10,24				33,77	34,05	24,53
P/B	3,69	3,84	3,94	6,23	5,75	6,46	3,76	6,50	8,05	19,01	18,31	22,82	2,00	1,97	3,44
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	7,85	2,24	7,47	0,85	9,86	9,78	2,60	7,34	11,79	10,37	14,83	13,43	5,77	8,91	9,60
ROE, %	12,44	4,35	13,11	1,88	24,42	25,47	6,26	19,71	36,34	48,09	69,15	59,32	10,84	16,55	22,67
ROI, %	10,18	7,37	10,91	18,21	19,62	20,02	11,27	17,22	15,91	24,87	21,77	20,35	9,17	8,49	12,57

Джерело: складено автором на основі reuters.com

Станом на 2019 рік продажі Merck & Co. збільшились на 7% у четвертому кварталі та на 11% за рік, таке зростання було зумовлене ростом онкологічних захворювань, для лікування якої компанія виробляє препарати [61]. Саме препарат Кітруда (Keytruda) для лікування онкології забезпечив зростання продажів та задав «бичачий» тренд компанії.

Zoetis, на відміну від попередніх компаній, має іншу аудиторію – компанія виробляє ліки для домашніх тварин та худоби. Показник Р/Е вищий за 15, тож акції компанії дещо переоцінені. Про це свідчить і показник Р/В, адже він завищений саме через високу ціну за акцію. Деякі аналітики прогнозували зниження обсягів продажів компанії у 2019 році, адже велика компанія харчової промисловості Tyson Foods відмовилася від кормової добавки для худоби, яку купляла в тому числі у Zoetis. Тим не менш, компанія показала ріст доходів на 7%. Але серед п'яти аналізованих компаній, дана має найвищу ціну за акцію та низький дивідендний дохід, тому її акції, скоріш за все, не увійдуть до аналізу активів інвестиційного портфеля.

Novartis International AG – транснаціональна фармацевтична корпорація, яка є другою за розміром у світі. Показники рентабельності компанії мають тенденцію до зростання, хоча і рентабельність інвестицій у 2018 році знизився, але вже у 2019 показник перевищив і 2018, і 2017 роки. У 2019 році компанія вирішила придбати The Medicines Company за 9,7 млрд дол США тож аналітики мають деякі сумніви щодо того, наскільки окупиється дане рішення, вважаючи, що ціна завищена [62]. 2019 рік став складним для компанії через закінчення терміну дії багатьох патентів, особливо на препарат від анемії та раку, які користуються попитом, що може вплинути на короткострокову перспективу зростання компанії. Проте вона займає сильні позиції на терапевтичних напрямках, тож у компанії є можливості для стабільного довгострокового зростання.

Простежити динаміку показників за 2020-2022 рр. даних фармацевтичних компаній можна на таблиці 3.3.2:

Таблиця 3.3.2 – Показники фінансового стану компаній сфери охорони здоров'я 2020-2022 рр.

Компанія	The Cooper Companies, Inc.			Johnson & Johnson			Merck & Co., Inc.			Zoetis, Inc.			Novartis AG		
Роки	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	4,81	59,16	7,76	5,51	7,81	7,18	2,78	5,14	6,01	3,42	4,27	4,28	3,52	10,63	9,73
P/E	66,31	7,04	40,76	27,15	27,28	22,61	27,62	14,45	14,24	43,00	56,73	34,57	24,8	7,88	7,81
FWD P/E	28,57	27,47	23,26	16,61	15,29	17,18	12,67	10,20	14,56	36,36	44,05	31,25	14,45	12,08	14,14
PEG Ratio	5,95	1,11	6,22	10,94	7,45	6,18	12,04	3,54	1,30	2,23	3,76	2,51	2,02	2,11	2,61
Book Value per Share, дол США	77,90	140,81	145,53	24,04	28,16	28,51	10,04	15,14	17,57	7,94	9,62	9,99	25,11	30,32	28,31
P/B	4,09	2,96	1,88	6,55	6,08	5,73	7,62	4,91	4,87	20,58	25,19	14,33	3,48	2,77	3,19
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	3,60	31,71	3,32	8,93	11,76	10,74	7,92	13,71	14,31	12,62	14,69	14,98	6,40	19,26	17,49
ROE, %	6,40	45,52	5,48	23,35	29,86	25,57	26,00	38,79	36,54	49,94	46,11	44,83	14,94	41,87	34,40
ROI, %	6,17	6,49	5,41	17,94	22,75	21,58	10,66	22,35	25,98	20,23	22,60	25,26	12,83	14,34	11,50

Джерело: складено автором на основі reuters.com

З даних таблиці 3.3.2 одразу можна помітити EPS компаній The Cooper у 2021 році – він складає 59 дол, що значно відрізняється від майже 5 дол у 2020 році та 7,8 дол у 2022. У 2021 році значно виріс чистий дохід компанії, що склав 2 945 млн дол США (для порівняння, у попередньому році чистий дохід склав 238 млн дол США, тобто виріс на 1 135,19%). На це вплинула ефективна ставка податку, що у 2021 році становила -499,1%. Зниження відбулося насамперед через внутрішньогрупову передачу інтелектуальної власності (частку активів CooperVision передали дочірній британській компанії для створення головного офісу у Великій Британії) та переоцінку відповідних відстрочених податкових активів, спричинену запровадженням у Великій Британії ставки корпоративного податку на рівні 25% [63]. За останні три роки компанії The Cooper продемонстрували значне зростання, і ця тенденція, ймовірно, збережеться і в 2023 році, з огляду на прогнози керівництва компанії: компанія встановила прогноз на 2023 рік, який включає двозначне збільшення доходів та прибутку на акцію.

Загалом, майже усі досліджені компанії мають показники діяльності, що свідчать про ефективне ведення бізнесу, і кожна має свої сильні сторони, наприклад, Johnson & Johnson є лідером у всіх основних галузях охорони здоров'я. Компанія має диверсифіковану базу доходів, дослідницький конвеєр, що розвивається та виняткову генерацію грошових потоків, які разом створюють широкий економічний потенціал.

Поєднання широкої лінійки високомаржинальних препаратів та портфелю нових препаратів Merck має забезпечити високу прибутковість інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Крім того, після продажу бізнесу «Органон» у червні 2021 року, портфель, що залишився, містить більший відсоток препаратів із сильним патентним захистом.

З даних компаній лише Novartis викликає протилежні погляди аналітиків стосовно потенціалу до зростання: деякі стверджують, що акції компанії на сьогодні мають більший ризик, аніж прибутковість, а інші вважають акції недооціненими, які в подальшому забезпечать впевнений ріст. EPS компанії

коливається протягом 2020-2022 рр., у 2020 показник знизився. У 2022 році компанія повідомила про зниження доходів та прибутку порівняно з минулим роком, на це вплинуло коливання валютного курсу. Проте рішення Novartis про 100% відокремлення компанії Sandoz, що спеціалізується на виробництві генеричних лікарських засобів, робить акції Novartis цікавими для інвесторів, адже очікується, що це позитивно вплине на діяльність компанії.

В цілому, на ринку галузі сфери охорони здоров'я наявна сильна конкуренція і для того, щоб бути ефективними у боротьбі з конкурентами, компанії здебільшого мають впроваджувати інновації. Кожна з п'яти обраних компаній є активними представниками інноваційних фармацевтичних продуктів та технологій. Проте для подальшого аналізу обрані акції Merc & Co, Johnson&Johnson та Novartis AG через порівняно кращі показники та міжнародну диверсифікацію.

Відповідно до бачення сфери охорони здоров'я у 2023 році Economist Intelligence Unit [64], порушення ланцюгів поставок у фармацевтичній галузі продовжаться у 2023 році, але енергетична криза надасть їм нового забарвлення. Під час пандемії, локдауни (особливо в Китаї) призвели до проблем з логістикою та виробництвом, що особливо позначилося на поставках активних фармацевтичних інгредієнтів (АФІ).

ЄС та США також заохочували компанії відновлювати виробництво АФІ та інших товарів, незважаючи на вищі внутрішні витрати. Однак російсько-українська війна спричинила енергетичну кризу, яка загрожує цим планам перепрофілювання, особливо в Європі. Виробники генеричних препаратів в ЄС попереджають, що надвисока вартість енергоносіїв у поєднанні з можливістю відключення електроенергії може унеможливити локальне виробництво АФІ та лікарських засобів.

Оскільки фінансовий сектор є основою світової економіки, інвестори повинні серйозно розглянути питання про те, щоб зробити фінансові акції частиною своїх портфелів. Показники компаній фінансової галузі в період 2017-2019 рр. представлені на таблиці 3.4.1:

Таблиця 3.4.1 – Показники фінансового стану компаній фінансової галузі 2017-2019 рр.

Компанія	Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.			Visa, Inc.			Washington Trust Bancorp, Inc.			JP Morgan Chase&Co			Blackstone, Inc.		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	0,61	0,67	0,60	2,52	3,98	4,78	2,64	3,93	3,96	6,31	9,00	10,72	2,21	2,26	3,03
P/E	8,58	6,75	4,94	36,71	27,74	33,61	16,58	10,21	11,93	14,68	9,62	11,86	11,95	11,42	16,63
FWD P/E	10,30	7,93	8,06	27,78	25,64	29,15	14,45	11,27	13,21	14,03	10,30	12,67	10,76	9,91	17,51
PEG Ratio	1,35	0,89	1,27	-8,02	2,27	1,85	3,51	2,51	2,14	2,84	1,91	2,29	0,57	1,84	1,45
Book Value per Share, дол США	11,33	12,00	12,44	16,20	16,95	17,95	23,99	25,90	29,00	74,56	78,31	84,74	20,49	20,52	22,37
P/B	0,49	0,39	0,33	6,82	7,59	10,26	1,83	1,55	1,63	1,24	1,10	1,50	1,27	1,25	2,24
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	0,35	0,36	0,39	10,90	15,47	17,22	1,04	1,43	1,31	0,88	1,18	1,27	4,72	5,25	6,51
ROE, %	6,05	6,29	6,90	22,19	31,75	35,55	11,28	15,90	13,91	8,78	11,94	13,21	11,15	11,02	14,25
ROI, %	3,92	3,32	3,10	25,99	26,42	30,15	6,25	6,50	5,62	6,33	7,66	8,10	13,37	13,79	13,32

Джерело: складено автором на основі reuters.com

За часи криз, наприклад, Великої депресії та кризи 2008 року, фінансовий сектор підвищував свою безпеку та надійність. За останні 30 років прибутки фінансового сектору S&P зростали більш ніж на 6% на рік, що вдвічі перевищує темпи зростання ВВП, навіть після виплати дивідендів, що перевищують середній рівень [65]. Окрім зростання фінансового сектору, фінансові компанії з активним менеджментом можуть відбирати частку ринку у «сплячих» конкурентів, що дозволяє їм демонструвати дійсно вагомими темпами зростання протягом десятиліть.

Mitsubishi UFJ Financial Group – великий банківський холдинг в Японії. В період 2017-2019 рр. компанія демонструє стабільні показники: вони змінюються несуттєво і характеризують стабільність. В цілому акції компанії вважаються справедливо оціненими (P/E показує навіть дещо недооціненість компанії), хоча і показник Forward P/E свідчить про те, що акції не є оптимальними для інвестування на довгострокову перспективу. P/E знижується через скорочення доходів, у той період компанія мала витрати на реструктуризацію боргового навантаження.

Найбільша у світі фінансова компанія за ринковою капіталізацією, Visa Inc. є багатонаціональним гігантом, який щороку обробляє трильйони платежів і випустив близько 3,6 мільярда кредитних карток. Компанія має позитивну динаміку показників, вони зростають. У 2019 році стрімко зросла кількість безконтактних платежів у США, що відповідно вплинуло на прибутковість компанії. У 2019 та 2018 роках розподіл доходів географічно розподілявся на США та міжнародний ринок, 45% та 55% відповідно, за обидва роки. Оскільки доходи конвертуються в долари США, на них впливає обмінний курс валюти. При цьому існують країни, які намагаються виключити міжнародну конкуренцію, обмежуючи операційні можливості, наприклад, в Китаї, Таїланді, Індії.

Washington Trust Bancorp – банківський холдинг США. EPS компанії зростає протягом 2017-2019 рр., P/E вказує на недооціненість, проте показники рентабельності у 2019 році знизилися. У 2019 році компанія збільшила обсяг

залучених кредитів на 6% порівняно з попереднім роком, ринкові депозити (загальна сума депозитів за вирахуванням позаринкових строкових депозитів оптових брокерів) зросли на 5% відносно 2018 року, при цьому чистий процентний дохід знизився через вплив зниження облікової ставки центральною банківською системою США [66]. Дивіденди компанії протягом даного періоду зростають.

JPMorgan Chase є найбільшим банківським холдингом США (за активами). Динаміка показників компанії чи не краща серед усіх: EPS зростає, P/E невисокий, P/B менше двох, а показники рентабельності зростають, хоча і не демонструють високі значення. Протягом 2017-2019 рр. банківський холдинг активно розширяв частку ринку в усіх напрямках бізнесу, чистий прибуток зростає протягом усього періоду, хоча і керівництво компанії розуміли, що у 2020 році він, найімовірніше, скоротиться через загрозу кризи COVID-19.

Альтернативні інвестиції займають третє місце в частці загальних активів інституційних інвесторів, тому було обрано компанію, що спеціалізується на управлінні альтернативними інвестиціями – Blackstone. Показники компанії у 2017-2019 рр. демонструють позитивну динаміку, а показник рентабельності інвестицій вищий за усі компанії, окрім Visa. Компанія стрімко нарощує активи, збільшивши їх на 21% у 2019 році відносно попереднього, власне, сектор альтернативних інвестицій в цілому зростає не менш впевнено. Найбільшу частку інвестицій компанії складають активи у нерухомість – 49% [67].

COVID-19 спричинив істотну нестабільність та високу волатильність на світових ринках капіталу. Фінансовий сектор постраждав найбільше, оскільки оцінка вартості банків знизилася в усіх країнах світу. І цей вплив позначився на показниках обраних компаній у 2020 році, які представлені на таблиці 3.4.2. З показників таблиці видно, що криза COVID-19 позначилася на показниках деяких компаній, зокрема це Mitsubishi UFJ Financial Group, JPMorgan Chase та Blackstone. В решти компаній вони або зазнали незначних змін, як у випадку Visa, або взагалі продовжили зростати (Washington Trust Bancorp).

Таблиця 3.4.2 – Показники фінансового стану компаній фінансової галузі 2020-2022 рр.

Компанія	Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.			Visa, Inc.			Washington Trust Bancorp, Inc.			JP Morgan Chase&Co			Blackstone, Inc.		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<i>За фінансовими коефіцієнтами</i>															
EPS, дол США	0,37	0,57	0,78	4,38	5,04	6,26	4,00	4,39	4,31	8,88	15,36	11,84	1,50	8,13	3,54
P/E	4,31	5,68	11,81	44,58	35,6	29,3	10,37	12,43	10,78	13,54	10,00	8,75	42,08	15,31	23,64
FWD P/E	7,13	7,96	8,33	38,46	27,55	26,18	12,22	15,02	12,39	13,72	13,25	10,52	21,55	29,15	15,34
PEG Ratio	3,26	3,17	2,79	2,54	3,02	2,54	1,50	1,58	2,25	2,50	1,59	1,40	13,20	8,34	6,01
Book Value per Share, дол США	12,24	12,98	10,85	19,30	18,89	18,83	30,94	32,59	25,17	91,61	99,90	98,19	21,24	30,72	25,94
P/B	0,29	0,39	0,51	11,18	11,38	9,41	1,35	1,67	1,89	1,31	1,54	1,05	2,83	4,06	3,23
<i>За фінансовими результатами</i>															
ROA, %	0,37	0,39	0,31	13,74	16,04	17,88	1,21	1,30	1,25	0,84	1,25	0,92	3,91	16,36	6,22
ROE, %	6,89	7,26	6,21	29,78	35,22	41,77	13,39	13,81	15,10	10,19	16,16	12,21	8,06	30,16	12,58
ROI, %	2,74	2,79	2,41	25,53	29,25	34,34	6,10	11,09	11,62	6,36	10,22	7,85	12,38	50,22	20,90

Джерело: складено автором на основі reuters.com

Акції усіх компаній мають усі шанси бути ефективним вкладенням, хоча Visa на фоні інших має не такі привабливі показники. Як і у попередньо досліджених галузях, у фінансовій все більше розвиваються фінансові технології і компанії інвестують у них свій капітал. Проте відповідно до огляду фінансового ринку Deloitte у 2021 році [68], керівництво банківських установ стикнулося з проблемою впровадження штучного інтелекту (84% опитуваних) та кібербезпекою (65%), тож значне зростання уваги до інновацій та інвестицій в них потребують ще часу для додаткового вивчення та адаптації технологій.

Очікувано, що російсько-українська війна вплине і на фінансовий сектор також, адже вона становить значний ризик інфляції та загрозу зростанню, особливо у випадку, якщо країни ЄС зіткнуться з обмеженим постачанням енергоресурсів. Посилення монетарної політики залишається ключовим ризиком для акцій, оскільки центральні банки борються з інфляційними очікуваннями. І, звичайно, банки та платіжні системи втрачають свої активи через вихід с ринку росії та Білорусі та впровадженню санкцій стосовно них.

Отже, у п. 3.2 проаналізовано показники фінансово-економічної діяльності компаній у чотирьох галузях: інформаційні технології, енергетика, охорона здоров'я на фінанси. Усі сектори економіки зазнали впливу під час пандемії COVID-19 та мають загрози під впливом російсько-української війни. Тим не менш, серед технологічних компаній для подальшого аналізу обрано Apple та Netflix, усі аналізовані компанії енергетичного сектору, акції компаній Merc & Co, Johnson&Johnson та Novartis AG сектору охорони здоров'я та JP Morgan Chase & Co, Blackstone та Mitsubishi UFJ Financial Group фінансової галузі.

3.3. Моделювання інвестиційного портфеля

На основі попереднього аналізу фінансово-економічного стану компаній в 4 галузях обрано акції компаній. Проте для формування оптимального портфеля, особливо для інституційних інвесторів, лише акцій недостатньо для диверсифікації ризику портфеля. Відповідно до результатів опитування, що представлені п. 3.1, інвестори планують збільшити частку у «зелені» облігації, тому для формування портфеля обрано такі фонди «зелених» облігацій:

1. VanEck CEF Municipal Income ETF.
2. Invesco Global Clean Energy ETF.
3. SPDR S&P Kensho Clean Power ETF.
4. iShares Floating Rate Bond ETF.
5. First Trust Global Wind Energy ETF.

Вибір фондів, а не окремих облігацій обумовлений меншим ризиком та універсальністю, оскільки інвестування у ETF фонди буде ефективним навіть для менш досвідчених інституційним інвесторам.

До того ж, дискусійне питання щодо криптовалюти як активу інвестиційного портфеля, тому його також обрано до складу інвестиційного портфеля, але щоб ризик дещо знизити, обрано S&P Bitcoin Index.

Для математичного моделювання інвестиційного портфеля обрано період щоденних даних по курсу акцій, облігацій та індексу з 01.01.2020 по 05.01.2023. Для розрахунку середньої дохідності по активам, необхідно розрахувати логарифмічну дохідність. Вона дає більш чітку картину загальної прибутковості, ніж арифметична формула. Результати розрахунку очікуваної дохідності (або середньої дохідності) представлені на таблиці 3.1.

З таблиці видно, що Merc&Co, Novartis AG, EOG Resources та TotalEnergies SE мають від'ємні значення очікуваного доходу, тому для подальшого аналізу та формування портфеля акції даних компаній будуть виключені.

Таблиця 3.1 – Середня дохідність активів інвестиційного портфеля

Назва активу	Invesco Global Clean Energy ETF	VanEck CEF Municipal Income ETF	iShares Floating Rate Bond ETF	First Trust Global Wind Energy ETF	SPDR S&P Kensho Clean Power ETF	Merc & Co
Середня дохідність, %	0,002380	0,000254	0,000034	0,001359	0,002734	-0,00039
Назва активу	Apple	Netflix	Johnson & Johnson	JP Morgan Chase & Co	S&P Bitcoin Index	Novartis AG
Середня дохідність, %	0,001577	0,001426	0,000520	0,000392	0,006427	-0,0000271
Назва активу	Blackstone	Mitsubishi UFJ	NextEra Energy	The Williams Companies	TotalEnergies SE	EOG Resources
Середня дохідність, %	0,001071	0,000122	0,000810	0,000394	-0,000201	-0,000312

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків

Тож коваріаційна матриця складається без даних компаній для подальшого розрахунку стандартного відхилення кожного активу, результати якого можна побачити на таблиці 3.2:

Таблиця 3.2 – Середнє відхилення активів, %

Назва активу	Invesco Global Clean Energy ETF	VanEck CEF Municipal Income ETF	iShares Floating Rate Bond ETF (FLOT)	First Trust Global Wind Energy ETF (FAN)	S&P Bitcoin Index
Середнє відхилення	0,0277	0,0128	0,0071	0,0214	0,0431
Назва активу	Apple	Netflix	Johnson & Johnson	JP Morgan Chase & Co	Blackstone
Середнє відхилення	0,0280	0,0292	0,0178	0,0315	0,0306

Продовження таблиці 3.2:

Назва активу	Blackstone	Mitsubishi UFJ	Enbridge	NextEra Energy	The Williams Companies
Середнє відхилення, %	0,0306	0,0224	0,0285	0,0252	0,0377

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків

Стандартне відхилення – це міра того, наскільки широко розкидані точки даних відносно їх середнього. Чим вище середнє відхилення, тим вищий ризик інвестування в даний актив. Як можна побачити з таблиці 3.2, обрані активи мають відхилення в діапазоні від 0,01 до 0,04, де найвище значення має S&P Bitcoin Index, а найнижче – VanEck CEF Municipal Income ETF.

За обраними активами можна створити наступний графік співвідношення «ризик-дохідності» (рис. 3.1):

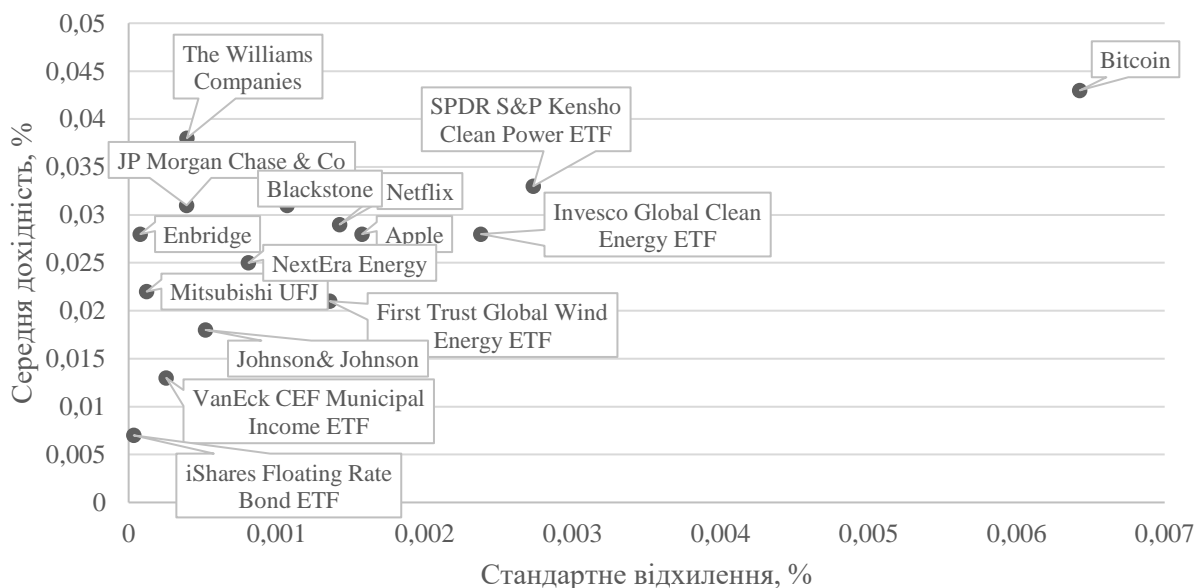


Рисунок 3.1 – Співвідношення «ризик-дохідності» активів

Джерело: складено автором за основі власних розрахунків

Отже, з рисунку можна побачити, що найкращі показники демонструють акції компанії The Williams: 0,000394% щоденної дохідності при 0,038% ризику.

Очікувано, що найвищу дохідність та ризик серед усіх активів має S&P Bitcoin Index: 0,006427% дохідності при 0,043% ризику.

Для фінального вибору активів, що складуть інвестиційний портфель інституційних інвесторів застосовано кореляційну матрицю. Обрано активи, які найменше корелюють між собою для ефективнішої диверсифікації портфельного ризику. Отримані значення сформованого портфеля представлені на таблиці 3.3:

Таблиця 3.3 – Інвестиційний портфель з S&P Bitcoin Index

Назва активу	Частка у портфелі	Середня дохідність, %	Дисперсія, %	Середнє відхилення, %
S&P Bitcoin Index	0,10	0,00643	0,185391	0,043057
Invesco Global Clean Energy ETF	0,10	0,00238	0,076605	0,027678
SPDR S&P Kensho Clean Power ETF	0,10	0,00273	0,106446	0,032626
iShares Floating Rate Bond ETF	0,10	0,00003	0,005092	0,007136
First Trust Global Wind Energy ETF	0,10	0,00136	0,045714	0,021381
Apple	0,10	0,00158	0,078382	0,027997
Johnson&Johnson	0,10	0,00052	0,031650	0,017791
Blackstone	0,10	0,00107	0,093762	0,030621
The Williams Companies	0,10	0,00039	0,142123	0,037699
Портфельні значення	1	0,001675	0,000348	0,018659

Джерело: складено автором за основі власних розрахунків

Тож можна спостерігати наскільки диверсифікується ризик наявності S&P Bitcoin Index у портфелі: якщо сам індекс має ризик 0,043, то портфель з індексом у складі має ризик 0,019. При цьому, дохідність портфеля складає 0,001675, тобто щоденно портфель генеруватиме 0,001675 цент на кожен вкладений долар.

За допомогою функції «Пошук рішень» в MS Excel знайдемо ефективний портфель при тій самій дохідності, але з мінімальним ризиком і отримаємо портфель, представлений на таблиці 3.4:

Таблиця 3.4 – Інвестиційний портфель з S&P Bitcoin Index із застосуванням «Пошуку рішень»

Назва активу	Частка у портфелі	Середня дохідність, %	Дисперсія, %	Середнє відхилення, %
S&P Bitcoin Index	0,214	0,006427	0,185391	0,043057
Invesco Global Clean Energy ETF	0,026	0,002380	0,076605	0,027678
SPDR S&P Kensho Clean Power ETF	0,060	0,002734	0,106446	0,032626
VanEck CEF Municipal Income ETF	0,000	0,000254	0,016362	0,012792
iShares Floating Rate Bond ETF	0,619	0,000034	0,005092	0,007136
First Trust Global Wind Energy ETF	0,000	0,001359	0,045714	0,021381
Apple	0,010	0,001577	0,078382	0,027997
Johnson&Johnson	0,070	0,000520	0,031650	0,017791
Blackstone	0,000	0,001071	0,093762	0,030621
The Williams Companies	0,000	0,000394	0,142123	0,037699
Портфельні значення	1	0,001675	0,000166	0,016903

Джерело: складено автором за основі власних розрахунків

Таким чином, щоб отримати портфель з дохідністю 0,001675% та з ризиком 0,017 (для порівняння, попередній портфель має ризик 0,019) у складі портфеля не обов'язково мають бути облигації VanEck CEF Municipal Income ETF, First Trust Global Wind Energy ETF та акції Blackstone, The Williams Companies. Отримуємо структуру портфеля, в якому найбільшу частку займають облигації iShares Floating Rate Bond ETF (61,9%), далі S&P Bitcoin Index (21,4%), акції Johnson&Johnson (7%), облигації SPDR S&P Kensho Clean Power ETF (6%), облигації Invesco Global Clean Energy ETF (2,6%) та акції Apple (1%).

При цьому дохідність портфеля з S&P Bitcoin Index у складі має меншу дохідність, аніж спостерігалась в різних дослідженнях, включаючи звіт JPMorgan за 2019 рік [44]. Звичайно, на це вплинуло стрімке зниження вартості криптовалюти у 2020 та 2022 рр., проте постає питання наскільки суттєво

відрізнятиметься інвестиційний портфель без S&P Bitcoin Index. Отриманий портфель можна переглянути на таблиці 3.5:

Таблиця 3.5 – Інвестиційний портфель без S&P Bitcoin Index

Назва активу	Частка у портфелі	Середня дохідність, %	Дисперсія, %	Середнє відхилення, %
Invesco Global Clean Energy ETF	0,11	0,002380	0,076605	0,027678
SPDR S&P Kensho Clean Power ETF (CNRG)	0,11	0,002734	0,106446	0,032626
VanEck CEF Municipal Income ETF	0,11	0,000254	0,016362	0,012792
iShares Floating Rate Bond ETF (FLOT)	0,11	0,000034	0,005092	0,007136
First Trust Global Wind Energy ETF (FAN)	0,11	0,001359	0,045714	0,021381
Apple	0,11	0,001577	0,078382	0,027997
Johnson& Johnson	0,11	0,000520	0,031650	0,017791
Blackstone	0,11	0,001071	0,093762	0,030621
The Williams Companies	0,11	0,000394	0,142123	0,037699
Портфельні значення	1	0,001136	0,000359	0,018936

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків

Отриманий портфель має дохідність нижчу на 0,0005%. Можна зробити висновок, що дохідність впала незначно, хоча і ризик суттєво не змінився. До того ж, враховуючи неоднозначні тенденції навколо розвитку тренду криптовалюти, не впевнені наскільки варто її включати до складу в портфель саме зараз, адже суттєво рівень дохідності вона не підвищує. Портфель, оптимізований за допомогою функції «Пошук рішень» відображений на таблиці 3.6:

Таблиця 3.6 – Інвестиційний портфель без S&P Bitcoin Index із застосуванням «Пошуку рішень»

Назва активу	Частка у портфелі	Середня дохідність, %	Дисперсія, %	Середнє відхилення, %
Invesco Global Clean Energy ETF	0,25	0,002380	0,076605	0,027678
SPDR S&P Kensho Clean Power ETF	0,17	0,002734	0,106446	0,032626
VanEck CEF Municipal Income ETF	0,00	0,000254	0,016362	0,012792
iShares Floating Rate Bond ETF	0,53	0,000034	0,005092	0,007136
First Trust Global Wind Energy ETF	0,00	0,001359	0,045714	0,021381
Apple	0,03	0,001577	0,078382	0,027997
Johnson&Johnson	0,02	0,000520	0,031650	0,017791
Blackstone	0,00	0,001071	0,093762	0,030621
The Williams Companies	0,00	0,000394	0,142123	0,037699
Портфельні значення	1	0,001150	0,000237	0,015393

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків

Тож з дохідністю, що відповідає рівнозваженому інвестиційному портфелю (0,0013) отримуємо портфель із ризиком 0,015. Такий ризик менший від попереднього портфеля на 0,004 і від оптимізованого портфеля з активом S&P Bitcoin Index на 0,002.

Отже, у п. 3.3 побудовано оптимальний інвестиційний портфель для інституційних інвесторів, що складається з 53% облігацій iShares Floating Rate Bond ETF, 25% облігацій Invesco Global Clean Energy ETF, 17% облігацій SPDR S&P Kensho Clean Power ETF, 3% акцій Apple та 2% акцій Johnson&Johnson. Портфель вміщує акції та «зелені» облігації, на які стрімко зростає попит з огляду на популярність ESG інвестування. Отже, підтверджена гіпотеза, що співвідношення ризик-дохідності у портфелі інвестування суттєво залежить від питомої ваги різних фінансових інструментів, з яких формують інвестиційний портфель.

4. НАПРЯМИ ТА ШЛЯХИ УДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

У п. 3.3 отримали інвестиційний портфель, що складається з акцій компаній тих галузей, що за очікуваннями інвесторів випереджатимуть ринок та облігацій, що належать до «зелених», оскільки на сьогодні все більше інвесторів орієнтуються на ESG-інвестування.

Інституційні інвестори є ефективним механізмом управління, який пом'якшує агентський конфлікт, що призводить до кращих результатів діяльності компаній. Однак деякі дослідження рекомендують дослідникам враховувати неоднорідність інституційних інвесторів, а не розглядати їх як однорідну групу [69].

Банки тримають депозити і надають кредити, що може призвести до надлишкових резервів – у такому випадку банк має більше депозитів, ніж кредитів, які він надав. Банки можуть інвестувати ці резерви, які зазвичай повинні зберігатися в консервативні та ліквідні активи, такі як інструменти грошового ринку з фіксованим доходом та депозити. Метою банку є отримання норми прибутку, що перевищує відсоткову ставку, яку він сплачує за депозитами.

Страхові компанії отримують премії від страхових полісів, які вони виписують. Вони повинні інвестувати ці премії, щоб забезпечити наявність достатніх коштів для виплат страхових відшкодувань, коли вони виникають. Тому їхні інвестиції часто є консервативними за своєю природою і враховують часовий проміжок, протягом якого можуть виникнути страхові випадки.

Інвестиційні компанії управляють пайовими інвестиційними фондами, які представляють собою об'єднані інвестиційні інструменти. Пайові інвестиційні фонди розглядаються як ефективний спосіб для індивідуальних інвесторів отримати доступ до диверсифікованого портфеля та скористатися навичками професійного інвестиційного менеджера. Управління пайовими фондами здійснюється відповідно до лімітів та обмежень їхніх інвестиційних програм.

В інституційних інвесторів є спільні риси, які визначають схожий підхід до стратегії їхньої діяльності. По-перше, це цілі та обмеження інвестування. Інституційні інвестори визначають цільові орієнтири, які можуть полягати в максимізації зростання капіталу, максимізації зростання доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, забезпеченні необхідної ліквідності сформованого портфеля.

В цілому, інституційні інвестори мають більше спільного, аніж відмінного. Усі вони мають певний вид зобов'язань, а отже, мають прикласти усі зусилля для найефективнішого формування інвестиційного портфеля. Також вони діють у межах законодавчого регулювання, в тому числі податкового, що наявне в країні їхньої діяльності. Це можуть бути заборони на інвестування в певні класи активів або кількісні обмеження, які заважають їм досягти бажаних цілей або створити ефективні портфелі. Крім того, можуть існувати обмеження щодо зобов'язань, такі як диференційована шкала виплат або мінімальні вимоги до платоспроможності, які впливають на розподіл активів.

Очевидно, що ці альтернативи можуть поєднуватися тільки в обмеженому обсязі. Наприклад, зростання ринкової вартості капіталу пов'язане зі зниженням поточного доходу портфеля, а нарощування прибутковості призводить до підвищеної ризикованості інвестицій. Досягнення необхідного рівня ліквідності вимагатиме виключення активів, що забезпечують зростання капітальної вартості або отримання високого доходу. Тому альтернативність зазначених цілей вимагає чіткого визначення пріоритетів і балансування цільових орієнтирів у рамках інвестиційної політики.

Стратегії інвестування у такого типу інвестора розглядаються та закріплюються на рівні керівництва установою, а не окремою людиною. Тож інституційні інвестори мають специфіку регулювання та обмеженості інвестиційної діяльності, хоча і переваги також мають у вигляді урядових програм та пільг тощо.

З точки зору фінансової ефективності, діяльність інституційних інвесторів оцінюються за співвідношенням ризик/дохідність, яке вони обирають, порівняно

з іншими методами інвестування капіталу. Однак питання полягає не в максимізації прибутку, а в узгодженні інвестиційних цілей із зобов'язаннями цих фінансових посередників. Як наслідок, співвідношення ризик/дохідність може суттєво відрізнятися між різними типами інституційних інвесторів або навіть між схожими типами інституційних інвесторів.

Слід враховувати, що зобов'язання різняться залежно від точності визначення їхніх сум і часу виконання. Відповідно можуть існувати зобов'язання із заздалегідь відомими сумами та часом їхніх виплат (наприклад, банківські депозити), відомими сумами, але невизначеним часом (зазвичай це договори страхування життя), невизначеністю сум, але відомим часом (зобов'язання з плаваючою ставкою) та, що трапляється найчастіше, коли обидва компоненти є невизначеними. Прикладами останніх виступають зобов'язання недержавних пенсійних фондів, інвестиційних фондів, страхових компаній.

При формуванні портфеля за допомогою функції «Пошук рішень» є можливість сформувати таку структуру, яка буде відповідати заданому рівню прибутковості або ризику, тож орієнтуючись на обмеження при інвестуванні, інституційний інвестор має змогу змінювати структуру портфеля.

Отже, можна виділити рекомендації, спільні для усіх типів інституційних інвесторів:

1. Диверсифікація. В основі диверсифікації лежить концепція кореляції, або міра того, як дохідність двох інвестицій має тенденцію рухатися разом, тобто, чи рухається їхня дохідність в однаковому чи протилежному напрямку, і в якій мірі. Щоб створити диверсифікований портфель, слід розглянути можливість володіння інвестиціями в різних класах активів. Це пов'язано з тим, що різні класи активів, як правило, мають відмінні співвідношення між ризиком та дохідністю. Зміну «ризик-дохідності» відносно структури портфеля можна прослідкувати в емпіричному аналізі портфеля, а також в розрізі дослідження окремих активів.

Проте володіння занадто великою кількістю активів може принести інвестиційному портфелю більше шкоди, ніж користі. При надмірній

диверсифікації можна не втратити багато фінансових ресурсів, але водночас стримувати потенціал зростання, оскільки частки вкладень у різні активи будуть незначними, щоб досягти значного результату.

2. Не всі галузі економіки та країни розвиваються однаково. Розподіляючи свої інвестиції між кількома класами активів, можна зменшити ризик портфеля і скористатися нагодою, коли певні активи стають привабливішими. Частково це також стосується диверсифікації, оскільки вона може бути покраїнова, галузева тощо, проте в даному випадку хочемо наголосити про важливість аналізу не лише руху ціни цінного паперу за індикаторами, а і оцінки галузей. Відомі інвестори, що мають власні інвестиційні холдинги, користуються різними стратегіями щодо визначення структури портфелю, деякі з них навіть використовують інтуїцію для цього (Дж. Сорос). Не можна чітко визначити, що одна стратегія буде однозначно прибутковою, а інша – ні, проте ми схилиємося до важливості аналізу економічних тенденцій, галузі, компаній, пам'ятаючи про «упередження виживання» стосовно використання нерациональних стратегій.

Інвестиційний холдинг У. Баффета у 2020 році втратив майже 8% дохідності. Таке падіння значним чином було обумовлено падінням дохідності залізничного оператора BNSF, Precision Castpart та авіаперевізника Boeing, а як ми знаємо, транспортна галузь зазнала суттєвого негативного впливу кризи COVID-19. Натомість, структура активів портфелю у 1 кварталі 2020 року складалася лише на 2,95% інвестицій у транспортну галузь, а значні частки 40% та 32,4% у технології та фінанси відповідно. Саме тому важливо оцінювати не лише компанію, а і середовище, в якому вона веде свою діяльність.

3. Після того, як визначилися зі структурою інвестицій, слід регулярно переглядати і змінювати структуру портфеля. З часом ринкова ситуація може змінити структуру вашого портфеля, зробивши його більш агресивним або більш консервативним, ніж планувалося. Хоча при формуванні портфеля частково використаний підхід Марковіца, проте дана концепція має бути адаптована під умови сьогодення, тож «купи і тримай» не діятиме в швидко мінливих умовах. Рекомендується переглядати структуру портфеля щонайменше двічі на рік.

4. Важливо дотримуватися плану розподілу активів, який відповідає визначеному часовому горизонту, фінансовій ситуації та толерантності до ризику. Іноді інвестори не досягають своїх інвестиційних цілей, тому що зважають на зростаючі ринки і в кінцевому підсумку женуться за прибутковістю і більш ризикованими інвестиціями. З іншого боку, під час ринкових спадів багато інвесторів переходять до інвестицій з меншим ризиком і втрачають можливості, які відкриває подальше відновлення ринку.

5. Надання переваги активному управлінню інвестиційним портфелем. Незважаючи на те, що активне управління вважалося підходящим для короткострокового періоду інвестування, щоб досягти прибутковості портфеля вище середньої, словом, повна протилежність довгостроковому консервативному стилю інвестування більшості інституційних інвесторів, сьогодні це не є ефективним. Однією з поширених інвестиційних стратегій є пасивне інвестування в ринки, які інвестор вважає ефективними, та активне інвестування в ринки, які він вважає неефективними. За опитуваннями, все більше інституційних інвесторів обирають активний спосіб управління і з огляду на економічну нестабільність це цілком виправдано.

6. ESG-інвестування. Уряди багатьох країн наразі вирішують проблему фінансування проєктів, що стосуються зміни клімату, оскільки за даними KPMG, деякі оцінюють їх до 7 відсотків світового ВВП в період до 2050 року. Тож для фінансування уряди намагаються залучити інституційних інвесторів. Як вже зазначалось, інституційні інвестори є довгостроковими інвесторами. Мова не лише про пасивний капітал, а про інвесторів, які розуміють довгострокові наслідки зміни клімату і мають достатньо капіталу, щоб захотіти щось з ним зробити. У даному дослідженні розглядалися компанії енергетичного сектору, проте деякі з компаній, наприклад, нафтогазові, можуть суперечити «зеленим» облігаціям, що також є частиною портфеля. В такому випадку слід звертати увагу на ті енергетичні компанії, що впроваджують «зелену» енергетику. Власне, спираючись на загальні тенденції, таких компаній ставатиме більше.

За результатами емпіричного дослідження, дійшли до висновку, що інвестиційний портфель з S&P Bitcoin Index та без нього не приносить суттєво меншу дохідність портфеля, проте має нижчий ризик. Тим не менш, деякі інституціональні інвестори все ж таки обирають криптовалюту, зокрема Bitcoin, в якості активу. Звичайно, мова не йдеться про інституціональних інвесторів на кшталт страхових компаній або пенсійних фондів, адже вони схильні до більш помірному ризику. Такий актив в якості інвестування здебільшого обирають інвестиційні фонди та банки.

На конференції в Давосі, Джордж Сорос назвав криптовалютну індустрію бульбашкою, а параболічне зростання Bitcoin, на його думку, закінчиться різким падінням. Однак зараз він змінив точку зору. Сьогодні він каже, що Bitcoin є механізмом для зберігання капіталу, тому великі компанії рано чи пізно візьмуть його на озброєння.

Проте нещодавній звіт CoinShares показав, що інституційні інвестори переходять від Bitcoin до Cardano та Ethereum [70]. Пропонуємо проаналізувати показники ризик-дохідності трьох криптовалют, дані яких представлені на таблиці 4.1:

Таблиця 4.2 – Порівняння ризик-дохідності Bitcoin, Ethereum та Cardano

	Bitcoin	Ethereum	Cardano
Очікувана дохідність, %	0,000565	0,000834	0,001263
Стандартне відхилення, %	0,040184	0,051198	0,067067
Дисперсія, %	0,161	0,262	0,450

Джерело: розраховано автором

З отриманих даних можна зробити висновок, що найбільший ризик має Cardano, але і вищу дохідність. Якщо звертати увагу на ризик криптовалюти, то все ж більш привабливим для інституційних інвесторів здається Bitcoin, проте отриманий у п. 3.2 портфель не дає суттєвої переваги в дохідності з даною

криптовалютою. Bitcoin приваблював інституційних інвесторів рівнем дохідності, тож якщо на даний час вони його не отримують, цілком ймовірно, що обиратимуть іншу криптовалюту. Проте є особливість, притаманна ринку криптовалюти, яку не можна виключати з аналізу, – це поведінкова складова.

Традиційна фінансова теорія стверджує, що поведінка інвесторів не має суттєвого впливу на ціни активів. Аргументом на користь цього є попит інвесторів, який буде нейтралізований операціями арбітражників та торгами. Інвестори вважають, що вони приймають свої інвестиційні рішення логічно та раціонально. Однак теорія поведінкових фінансів стверджує, що поведінка інвесторів суттєво впливає на ціни активів.

Результати дослідження Б. Ясер про ринок криптовалюти свідчать про те, що вибір інвесторами видів цифрових валют залежить від вибору інших інвесторів, а отже, суттєво впливатиме на їхні інвестиційні рішення. Крім того, результати показують, що коли інвестори отримують прибуток від своїх інвестицій, вони приймають інше інвестиційне рішення при виборі своїх наступних портфельів на основі свого досвіду, знань та навичок, що дозволяє зробити висновок про те, що інвестори поведуться як спекулянти на ринку криптовалют. Також виявлено, що фактори теорії стадності, теорії перспективи та евристичної теорії мають значний вплив на інвестиційні рішення інвесторів на ринку криптовалют [71].

З цього можна зробити висновок, що при прийнятті рішень інституційним інвестором про інвестування капіталу у криптовалюту, рекомендується здебільшого опиратися на сучасний стан ринку, досліджувати поведінку інших інвесторів та робити прогнози. Аналіз історичних даних в даному випадку не є доречним, оскільки цінність криптовалюти створюється безпосередньо інвесторами, на відміну від акцій компаній, в яких компанії створюють додану вартість у вигляді наданих послуг та/або реалізованої продукції. Тому Bitcoin не рекомендується в якості активу, адже він не виконуватиме функції, які на нього раніше поклали інституційні інвестори – дохідність, збереження капіталу. Натомість, можна надати перевагу Ethereum.

Проте рішенням стосовно вибору криптовалюти в яку інвестувати, процес не завершується. Зберігання будь-якої криптовалюти здійснюється за допомогою спеціальних криптогаманців, де монети зберігаються безпосередньо в мережі блокчейн, а не на особистому комп'ютері користувача, що унеможливило втрату доступу до монет у разі втрати доступу до комп'ютера.

Кожен гаманець складається з публічного і приватного ключів. Публічний ключ являє собою адресу гаманця, на який буде здійснюватися переказ монет і є публічною інформацією для всіх користувачів мережі блокчейн. Натомість приватний ключ виступає паролем до особистого гаманця, доступ до якого є тільки у його власника. Для кожного різновиду криптовалюти використовується відповідний для неї гаманець, кожен з яких має як низку переваг, так і недоліків. Переглянути види гаманців можна на таблиці 4.2:

Таблиця 4.2 – Види та характеристика криптогаманців

Класифікація	Види	Характеристика	Приклади
За способом зберігання ключів	1. Кастодіальні; 2. Некастодіальні.	Кастодіальними гаманцями називають сервіси, що несуть особисту відповідальність за безпеку монет, де приватними ключами володіє безпосередньо сам сервіс. Такі гаманці поширені серед користувачів, які не зберігають великі суми. Некастодіальні гаманці, навпаки, дають користувачам повний контроль над їхніми приватними ключами.	1. Holy Transaction, Coinpayment s.net. 2. Trust Wallet, Blue Wallet.
За підключенням до мережі Інтернет	1. «Гарячі»; 2. «Холодні».	«Гарячі» гаманці постійно підключені до інтернет-з'єднання, що знижує рівень їхньої захищеності. «Холодні» не мають підключення до мережі, по суті вони є фізичними пристроями (флеш-накопичувачі).	1. Samourai, Armory. 2. Trezor, Ledger.
За взаємодією з блокчейном	1. «Товсті»; 2. «Тонкі».	При застосуванні «товстого» гаманця завантажується увесь блокчейн, що зазвичай важить більше 300 Гб, вони потребують мінімального підключення до Інтернету. «Тонкі» не займають такого обсягу оперативної пам'яті, проте необхідне постійне підключення до мережі Інтернет.	1. Bitcoin Core, Armory. 2. Electrum, Bitcoin Wallet.

Джерело: складено автором

Таким чином, використання конкретного виду гаманця залежить від стратегії інвестора, його досвіду, схильності до ризику тощо. Наприклад, кастодіальні гаманці є хорошим варіантом для зберігання невеликих сум, оскільки сервіс сам виступає зберігачем приватних ключів – рівень ризику вище середнього, що компенсує низьку комісію. Для довгострокових інвестицій більше підходять «холодні» гаманці з хорошими програмними засобами захисту. Для досвідчених інвесторів підійдуть «товсті» гаманці з великою кількістю функцій, але при цьому потрібні певні навички користування блокчейном.

Для купівлі та продажу криптовалют інвестори мають визначитися з посередниками: централізовані чи децентралізовані біржі. Коли мова йде про децентралізовані біржі, варто розуміти, що йдеться про криптовалюту з підтримкою smart-контрактів. До таких бірж належать Uniswap, Sushiswap, MDEX. Децентралізована біржа – це смарт-контракт на блокчейні, що є кодом, який забезпечує ціноутворення та обмін. Цей процес ніхто не контролює, обмін відбувається на блокчейні, без участі третіх осіб. Використання такої біржі виключає можливість купівлі криптовалюти за фіатні гроші (звичні нам банкноти, монети). Придбання однієї криптовалюти доступне лише в обмін на монети іншої криптовалюти. Цей тип біржі не завжди підійде інвестор-початківцю, зважаючи на складну взаємодію з блокчейном і високих комісій. Її використання виправдовує себе при інвестуванні великого обсягу капіталу або для доступу до особливих інструментів. Частіше за все децентралізовані біржі використовують інвестори країн, де заборонені централізовані.

Централізовані біржі для придбання криптовалюти, до яких відносяться Coinbase, Bitstamp, Binance, є найпоширенішими та значно спрощують взаємодію з криптовалютами, виступаючи посередником між інвестором і блокчейном, абстрагуючи від технічних нюансів. Такі біржі змінюють приватний і публічний ключі на більш звичні звичайному користувачеві логін і пароль. На практиці, саме біржа володіє крипто активами користувача. Централізовані біржі мають низку переваг, зокрема легкий доступ до криптовалюти, простий обмін однієї валюти на іншу, а також зручне зберігання, що дає змогу розміщувати всі

криптовалюти на одному гаманці (біржі). Однак, використання таких бірж не виключає ризик злому цього сервера.

Таким чином, вибір інструментів для купівлі-продажу криптовалюти, як і вибір гаманця, залежить від цілей, умов функціонування інституційного інвестора та досвідченості. Найменш досвідчені інвестори мають змогу обирати інвестиції у криптофонди, що спрощує процес інвестування, адже інвестору не потрібно вдаватися у подробиці оподаткування та інших процесів купівлі-продажу криптовалюти.

Отже, виділено рекомендації, що мають сприяти створенню оптимального інвестиційного портфеля відносно нинішнього економічного розвитку та тенденцій: диверсифікація портфеля за класами активів, у випадку інституційних інвесторів більша частка за активами з фіксованим доходом; аналізувати не лише фінансовий стан компанії, а і середовище, в якому вона функціонує; переглядати та змінювати структуру портфеля відносно змін ринкових умов; дотримання плану розподілу активів; перевага активному методу управління портфелем; збільшувати обсяги ESG-інвестування. Визначено, що на сьогоднішній день Bitcoin не рекомендується нами для інвестування. Проте є інші варіанти криптовалюти – Ethereum, Cardano і для інвестування в них інвестору потрібно прийняти рішення щодо використання конкретного виду криптогаманця та посередника, спираючись на стратегію, власний досвід та обсяги інвестування в даний актив.

ВИСНОВКИ

Фондовий ринок є однією з основних форм існування та взаємодії учасників ринку, а інституційні інвестори є одними з найвпливовіших учасників ринку цінних паперів. Інвестуючи капітал в інструменти грошового ринку, інституційні інвестори захищають структуру свого портфеля цінних паперів, забезпечуючи при цьому безпеку та зростання вартості. Цього можна досягти завдяки ефективному управлінню інвестиційним портфелем.

Таким чином, в процесі виконання завдань, поставлених у даній кваліфікаційній роботі, можна зробити такі висновки:

1. Інвестиційний портфель це сукупність інвестиційних інструментів, сформованих інвестором, який прагне реалізувати визначені ним інвестиційні цілі. Висхідні умови формування інвестиційного портфеля можуть бути різні, в залежності від типу інвестора та його цілей, отже за відношенням до ризику портфелі можуть бути помірними, консервативними або агресивними, а також портфелями доходів, зростання або змішаними.

2. Процес управління інвестиційним портфелем передбачає п'ять етапів: встановлення інвестиційної політики, аналіз та оцінка інвестиційних інструментів, формування диверсифікованого портфеля, перегляд портфеля, вимірювання та оцінка ефективності портфеля. Основні теоретичні підходи до управління інвестиційним портфелем базуються на дослідженнях Марковіца, Шарпа, незважаючи на інші фінансові умови на ринку в той час, коли були сформовані, а саме під час стабільності фінансового ринку. Проте зазначені теорії адаптують до сучасних умов ринку, використовуючи підходи у поєднанні між собою в залежності від цілей.

Основними представниками інституційних інвесторів є інвестиційні фонди, пенсійні фонди, страхові компанії, банки. Достатня ліквідність, диверсифікація портфеля та інших активів, висока якість інвестицій, прозорість, стабільне фінансування, управління дюрацією, диверсифікація ризиків страхового андеррайтингу та грошові ліміти на гарантії, зобов'язання щодо

фінансування та страхові виплати – основні способи, за допомогою яких інституційні інвестори досягають ефективного інвестиційного портфеля.

Виходячи з різноманітності інтересів інвесторів, є норвезька, ельська та канадська моделі формування портфелів. Норвезька має розподіл 60/40 облігацій/акцій, ельська та канадська мають високі частки альтернативних інвестицій, проте відрізняються за підходами до диверсифікації – у ельській вона за класами активів, а у канадській за співвідношенням ризик/дохідності.

3. Ризик – ймовірність того, що фактичний результат від інвестицій буде відрізнятись від очікуваного. Систематичний ризик – це ризик, який компенсується самим ринком, тоді як несистематичний ризик – це міра ризику, пов'язаного з певним цінним папером. Систематичний ризик неможливо усунути шляхом диверсифікації.

Управління ризиком передбачає три етапи: ідентифікація ризиків, їх оцінка та розробку заходів з управління ризиками. Основними заходами з управління ризиками є диверсифікація, хеджування, страхування та інші. Коефіцієнти Шарпа та Сортіно не вимірюють майбутній ризик, натомість для цього можна використати коефіцієнт бета та ризикову вартість.

4. Існують два методи аналізу цінних паперів: технічний та фундаментальний. Проте наразі економічне середовище характеризується нестабільністю, тому обрано показники, що за своєю сутністю є частиною фундаментального аналізу. Ми вважаємо, що необхідний аналіз галузі та фінансово-економічного стану компаній, акції яких розглядаються в якості інвестування. Таким чином, в контексті аналізу фінансового стану компаній досліджуються в динаміці показники EPS, P/E, Forward P/E, PEG Ratio, BVPS, P/B, а також ROA, ROE, ROI.

5. Формування інвестиційного портфеля передбачає такі етапи: аналіз загальних тенденцій діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку, оцінка фінансово-економічного стану компаній, акції яких розглядаються для інвестування, вибір «зелених» облігацій для формування портфеля, аналіз ризик-дохідності активів, формування інвестиційних портфелів (з криптовалютою та

без), оптимізації портфельів за допомогою функції «Пошук рішень» в MS Excel, аналіз ризик-дохідності отриманих портфельів та виокремлення підходів щодо удосконалення управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів.

6. У результаті аналізу діяльності інституційних інвесторів визначено, що через кризові періоди, інвестори збільшують частку інвестицій у активи з фіксованим доходом (з 28% частки цінних паперів з фіксованим доходом у 2015 році до 39,8% у 2021 р.). При цьому, якщо більшість інвесторів не планують змінювати питому вагу майже всіх категорій активів, то частку «зелених» облігацій 60% інвесторів мають наміри збільшити. Енергетика, охорона здоров'я, інформаційні технології та фінанси за думкою інвесторів мають випереджати ринкові показники. Інвестування у цифрові активи наразі має неоднозначний характер, адже криптовалютні індекси обвалилися і поки одні інвестори вважають, що вони стабілізуються, інші вже не мають намірів інвестувати в них.

7. Проаналізовано показники фінансово-економічної діяльності компаній у чотирьох галузях: інформаційні технології, енергетика, охорона здоров'я на фінанси. Усі сектори економіки зазнали впливу під час пандемії COVID-19 та мають загрози під впливом російсько-української війни. Тим не менш, серед технологічних компаній для подальшого аналізу обрано Apple та Netflix, усі аналізовані компанії енергетичного сектору, акції компаній Merc & Co, Johnson&Johnson та Novartis AG сектору охорони здоров'я та JP Morgan Chase & Co, Blackstone та Mitsubishi UFJ Financial Group фінансової галузі.

8. У результаті моделювання визначено, що оптимальний інвестиційний портфель для інституційних інвесторів, що складається з 53% облігацій iShares Floating Rate Bond ETF, 25% облігацій Invesco Global Clean Energy ETF, 17% облігацій SPDR S&P Kensho Clean Power ETF, 3% акцій Apple та 2% акцій Johnson&Johnson. Портфель вміщує акції та «зелені» облігації, на які стрімко зростає попит з огляду на популярність ESG інвестування. Домінують у структурі облігації. Це пов'язано з тим, що обрані не окремі облігації, а ETF фонди «зелених облігацій», тобто інвестування у кошик «зелених» активів,

отже, вони забезпечують не суттєво меншу дохідність, ніж окремі акції, при цьому мають менший ризик. Інвестиційний портфель без S&P Bitcoin Index має незначно нижчу дохідність (на 0,0005%), проте і ризик суттєво не змінився. Але Bitcoin наразі має неоднозначну тенденцію, яка потребує подальшого дослідження.

9. Інституційні інвестори формують інвестиційні портфелі не лише в залежності від цілей, відношення до ризику, а і з урахуванням законодавчого регулювання, регуляторних обмежень та власних зобов'язань. На основі вищенаведених досліджень, можемо виокремити такі напрямки удосконалення формування та управління інвестиційним портфелем інституційних інвесторів: диверсифікація портфеля за класами активів, у випадку інституційних інвесторів більша частка за активами з фіксованим доходом; аналізувати не лише фінансовий стан компанії, а і середовище, в якому вона функціонує; переглядати та змінювати структуру портфеля відносно змін ринкових умов; дотримання плану розподілу активів; перевага активному методу управління портфелем; збільшувати обсяги ESG-інвестування.

Криптовалюта чутлива до поведінкового фактору, оскільки має спекулятивний характер. Аналіз історичних даних в даному випадку не є доречним, тому що цінність криптовалюти створюється безпосередньо інвесторами, на відміну від акцій компаній, в яких компанії створюють додану вартість у вигляді наданих послуг та/або реалізованої продукції. Bitcoin не рекомендується для інвестування, це пов'язано з потенціалом росту криптовалюти, Bitcoin не демонструє високі темпи зростання як, наприклад, Ethereum та Cardano. Також Bitcoin має вищі витрати в управлінні. Краще розглянути для інвестування останні дві криптовалюти. Для інвестування в криптовалюту необхідно обрати криптогаманець та посередника на фондовому ринку на основі цілей, умов функціонування інституційного інвестора та його досвідченості.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Types of portfolio investment. *Angel One*. URL: <https://www.angelone.in/knowledge-center/share-market/portfolio-types> (date of access: 21.01.2022)
2. Kuepper J. Types of Portfolio Management. *Dividend.com*. URL: <https://www.dividend.com/portfolio-management-channel/types-of-portfolio-management/> (date of access: 21.01.2022)
3. Кальний С.В, Висоцький В.А. управління формуванням інвестиційного портфеля підприємства в Україні. *Ефективна економіка*. 2019. № 3. URL: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.3.39> (дата звернення: 22.01.2022)
4. Jayeola D., Ismail Z., Firdaus Sufahani S. Effects of diversification of assets in optimizing risk of portfolio. *Malaysian Journal of Fundamental and Applied Sciences*. 2017. Vol. 13, no. 4. P. 584–587. URL: <https://doi.org/10.11113/mjfas.v0n0.567> (date of access: 22.01.2022)
5. Офіційний сайт Мінфіну. Уоррен Баффет: гуру інвестування, який усе життя виправляє свої помилки. URL: <https://new.minfin.com.ua/ua/uorren-baffet-istorija-guru-investirovaniya>
6. Markowitz H. Portfolio selection: Efficient diversification of investments. New Haven : Yale University Press, 1970. 351 p.
7. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*. 1964. Vol. 19, no. 3. P. 425. DOI: <https://doi.org/10.2307/2977928> (date of access: 24.01.2022)
8. Янішевський В.С. Модель Блека–Шоулза з обмеженням. *Економіка і суспільство*. №16. 2018. Ст. 995-996. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/16_ukr/152.pdf
9. Fama E. F., French K. R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *SSRN Electronic Journal*. 2003. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.440920> (date of access: 26.01.2022)

10. French C. W. Jack Treynor's 'Toward a Theory of Market Value of Risky Assets'. *SSRN Electronic Journal*. 2002. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.628187> (date of access: 26.01.2022)
11. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>
12. Dasgupta A., Fos V., Sautner Z. Institutional Investors and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*. 2020. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3682800>
13. Fichtner J. The rise of institutional investors. *ResearchGate*. University of Amsterdam. 2019. DOI: 10.31235/osf.io/2u6pg
14. Федина В.В. Кправління активами недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід та вітчизняна практика. *Економіка та держава*. 2019. № 5. С. 118. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6806.2019.5.118>
15. Денисенко М.П. Інвестиційна діяльність страхової компанії: проблеми та напрямки активізації. *Ефективна економіка*. №10. 2018. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/10_2018/11.pdf
16. J.P.Morgan. Institutional investor survey. Investor trends and insights. 2019. URL: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/prime-services/institutional-investor-survey-2019/pdf-0.pdf>
17. Василевська Г. Король університетського капіталу. Ким був Девід Свенсен і як він виростив фонд Єля на \$30 млрд. *Forbes.ua*. URL: <https://forbes.ua/money/korol-universitetskogo-kapitalu-kim-buv-devid-svensen-i-yak-vin-virostiv-fond-elya-na-30-mlrd-31052021-1716>
18. Hudson P. Norway vs Yale vs Canada: Weighing Up Investment Models for the Long Term. *The Bank of New York Mellon Corporation*. 2015. URL: <https://docplayer.net/18030185-Norway-vs-yale-vs-canada-weighing-up-investment-models-for-the-long-term.html>
19. Проект USAID «Трансформація фінансового сектору». Обов'язкові накопичувальні пенсійні системи (2-й рівень). Київ. Україна. Лютий 2018. URL:

<http://www.fst-ua.info/wp-content/uploads/2019/02/Mandatory-Retirement-Savings-Pillar-2-February2018-ua.pdf>

20. Черкасова С.В. Банківська інвестиційна діяльність на вітчизняному фондовому ринку. *Підприємництво і торгівля*. 2019. № 24. Р. 51–58. DOI: <https://doi.org/10.36477/2522-1256-2019-24-07>

21. Knight F. H. Risk, uncertainty and profit. London : The University of Chicago Press, Ltd, 1971. 381 p.

22. Pandey M. Application of Markowitz model in analysing risk and return a case study of BSE stock. *Risk Governance and Control: Financial Markets and Institutions*. 2012. Vol. 2, no. 1. P. 7–15. DOI: <https://doi.org/10.22495/rgcv2i1art1>

23. Alzboon, W.S., & Muhmad, S.N. Systematic and unsystematic risk: Impact to the stock returns and dividends in Amman stock exchange. *Journal of Management Information and Decision Science*. №24. 2020. P. 1-13. URL: <https://www.abacademies.org/articles/systematic-and-unsystematic-risk-impact-to-the-stock-returns-and-dividends-in-amman-stock-exchange.pdf>

24. Sunchalin, A. Kochkarov, R. Levchenko, K. Kochkarov, A. Ivanyuk, V. Methods of risk management in portfolio theory. *Revista ESPACIOS*. vol. 40, no. 16. 2019. URL: <https://www.revistaespacios.com/a19v40n16/a19v40n16p25.pdf>

25. Project Portfolio Risk Identification and Analysis, Considering Project Risk Interactions and Using Bayesian Networks / F. Ghasemi et al. *Sustainability*. 2018. Vol. 10. No. 5. DOI: <https://doi.org/10.3390/su10051609>

26. Казак О.О., Чистякова Д.С. Управління ризиками інвестиційної діяльності банків України в умовах розвитку інформаційної економіки. *Ефективна економіка*. №3. 2021. DOI: 10.32702/2307-2105-2021.3.91

27. Allen D. E., Luciano E. Risk Analysis and Portfolio Modelling. *Journal of Risk and Financial Management*. 2019. Vol. 12, no. 4. P. 154. DOI: <https://doi.org/10.3390/jrfm12040154>

28. Iverson D. Strategic Risk Management: A Practical Guide to Portfolio Risk Management. *Wiley & Sons, Incorporated*. 2013. 288 p.

29. Statistical Inference for the Beta Coefficient / T. Bodnar et al. *Risks*. 2019. Vol. 7, no. 2. P. 56. URL: <https://doi.org/10.3390/risks7020056>
30. Radukanov S. Portfolio Market Risk Assessment Using Value-at-Risk (VaR) Method – Historical Stimulation. *Socio-Economic Analyses*. 2019. Vol. 11, no. 1. URL: <https://doi.org/10.54664/deik5245>
31. Замковий, О. Портфельні теорії фінансування. *Методичні рекомендації для самостійної підготовки до практичних занять*, Національний технічний університет “Дніпровська політехніка”. Дніпро. Україна. с. 14.
32. Харабара В.М., Грешко Р.І., Третьякова О.В. Поведінкові фінанси: сутність та основні теоретичні блоки. *Ефективна економіка*. №4. 2021. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/4_2021/107.pdf
33. Kristina Levišauskait. Investment Analysis and Portfolio Management. *Leonardo da Vinci programme project*. Vytautas Magnus University. Kaunas. Lithuania. 2010. P. 120-128. URL: https://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/8_IAPM_final.pdf
34. SEC. Beginners’ Guide to Asset Allocation, Diversification, and Rebalancing. *Office of Investor Education and Advocacy*. Washington. USA. 2011.
35. Миронюк М.О., Жигалкевич Ж.М. Особливості технічного аналізу фондового ринку. *Глобальні та національні проблеми економіки*. №22. 2018. URL: <http://global-national.in.ua/archive/22-2018/156.pdf>
36. Bintara R., Wahyudi S. M., . M. Analysis of Fundamental Factors on Stock Price. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*. 2020. Vol. 9, no. 4. URL: <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v9-i4/6813>
37. Petrusheva N., Jordanoski I. Comparative analysis between the fundamental and technical analysis of stocks. *Journal of Process Management. New Technologies*. 2016. Vol. 4, no. 2. P. 26–31. URL: <https://doi.org/10.5937/jpmnt1602026p>
38. Fundamental vs. technical analysis – Beginner's guide with pros and cons of each investment analysis method. *Lehner investments*. 2020.

URL: <https://www.lehnerinvestments.com/en/fundamental-vs-technical-analysis-beginners-guide/>

39. Freedom Broker. *Біржовий університет*. URL: <https://buniversity.com.ua/tekhnichnyi-ta-fundamentalnyi-analiz>

40. Офіційний сайт Binance Academy. URL: <https://academy.binance.com/uk>

41. J.P.Morgan. Digital transformation and the rise of fintech: Blockchain, bitcoin and digital finance 2021. *Global research*. 18 February 2021. URL: https://www.tbstat.com/wp/uploads/2021/02/JPM_Bitcoin_Report.pdf

42. OECD Report. Mobilising institutional investors for financing sustainable development: Emerging evidence of opportunities and challenges. Paris. 2021. URL: <https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/Mobilising-institutional-investors-for-financing-sustainable-development-final.pdf>

43. Natixis Global Asset Management. Global survey of institutional investors. 2015. URL: <https://www.im.natixis.com/en-institutional/resources/2015-global-survey-of-institutional-investors>

44. Natixis Global Asset Management. Institutional Outlook Executive Overview. 2021. URL: <https://www.im.natixis.com/intl/resources/2021-institutional-outlook-executive-overview>

45. Natixis Global Asset Management. Institutional Outlook Executive Overview. 2022. URL: <https://www.im.natixis.com/intl/resources/2022-institutional-outlook-executive-overview>

46. Педро Матос. ESG-принципи та відповідальне інституційне інвестування у світі. *Критичний огляд досліджень*. Львів. 2020. URL: https://ua.cfaukraine.org/wp-content/uploads/2020/12/P.Matos_ESG-PRYNTSYPY_ebook.pdf

47. Wanna C. Fidelity Says More Institutional Investors Are Holding Crypto. Bloomberg.com. October 27. 2022. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-27/fidelity-says-more-institutional-investors-hold-digital-assets>

48. Tatevosian P. Adobe Management Buys 5 Million Shares of Adobe Stock: Does That Mean You Should Buy Too? *The Motley Fool*. URL: <https://www.fool.com/investing/2022/12/19/adobe-management-buys-5-million-shares-of-adobe-st/>

49. Zacks Investment Research. Wix.com Just Flashed Golden Cross Signal: Do You Buy? URL: <https://www.zacks.com/stock/news/2017910/wixcom-wix-just-flashed-golden-cross-signal-do-you-buy>

50. Марія Гурська. Мета звільняє 11 тисяч працівників. Деталі скорочення. *DOU.ua*. 9 листопада 2022. URL: <https://dou.ua/lenta/news/meta-lays-off-11-thousands-people/>

51. Офіційний сайт Berkshire Hathaway. URL: <https://www.berkshirehathaway.com/>

52. Фінансова звітність Enbridge, Inc. 2018. URL: <https://www.enbridge.com/investment-center/reports-and-sec-filings/~media/Enb/Documents/Investor%20Relations/2019/ENB-AR-2019-English.pdf>

53. Фінансова звітність Enbridge, Inc. 2019. URL: https://www.enbridge.com/investment-center/reports-and-sec-filings/~media/Enb/Documents/Investor%20Relations/2020/ENB_2019_Annual_Report.pdf

54. IEA. Global energy and CO2 emissions in 2020. *Global energy review*. 2020. URL: <https://www.iea.org/reports/global-energy-review-2020/global-energy-and-co2-emissions-in-2020>

55. Фінансова звітність The William Companies, Inc. 2019. URL: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/w/NYSE_WMB_2019.pdf

56. Morningstar.com. Williams Companies Inc. *Morningstar Rating*. URL: <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/wmb/dividends>

57. Фінансова звітність EOG Resources, Inc. 2019. URL: https://s24.q4cdn.com/589393778/files/doc_financials/2019/ar/2019-annual-report.pdf

58. Звіт Міжнародного енергетичного агентства. Вплив кризи, зумовленої пандемією COVID-19, на глобальний попит на енергоносії та обсяги викидів CO₂. 2020. URL: <https://ua-energy.org/uk/posts/stan-i-perspektyvy-hlobalnoho-enerhetychnoho-sektora-v-2020-rotsi>

59. Trefis Team. Has EOG Resources Stock Peaked? *Forbes*. URL: <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2022/06/09/has-eog-resources-stock-peaked/?sh=4e2991c40bcf>

60. Фінансова звітність Johnson&Johnson. 2017. URL: https://www.investor.jnj.com/_document/2017-annual-report?id=00000162-2469-d298-ad7a-657fef1c0000

61. Офіційний сайт Merck & Co. URL: <https://www.merck.com/news/merck-announces-fourth-quarter-and-full-year-2019-financial-results/>

62. Liu A. Is \$9.7B too big a price for The Medicines Company? Novartis itself seems to think so. *Fierce Pharma*. URL: <https://www.fiercepharma.com/pharma/9-7b-too-much-for-medicines-company-purchase-novartis-itself-appears-to-think-so>

63. Фінансова звітність The Cooper Companies, Inc. 2021. URL: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReports/PDF/NYSE_COO_2021.pdf

64. Economist Intelligence Unit. Healthcare outlook 2023. The aftermath of pandemic. 2022. URL: https://pages.eiu.com/rs/753-RIQ-438/images/healthcare-in-2023.pdf?mkt_tok=NzUzLVJJUS00MzgAAAGI8ztki0Cyd2JFb6KVQJDE5keP5cZafJxDlXp7Sd-iuS6VpFTopcA2-9H-wfVChZy_9SbkIYyeDoeVFPxJ9n5WXdYvEd60h5m855EE08KrByJeNQ

65. Chris Davis. Why Financial Stocks May Represent the Most Attractive Opportunity in Today's Market. URL: <https://davisfunds.com/research-insights/financial-stocks-attractive-opportunity/>

66. Річна звітність Washington Trust Bancorp, Inc. 2019. URL: https://s21.q4cdn.com/419139432/files/doc_news/2020/01/1/Washington-Trust-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2019-Earnings-20200127-1605.pdf

67. Річна звітність Blackstone, Inc. 2019. URL: <https://www.blackstone.com/wp-content/uploads/sites/2/2020/01/Blackstone4Q19EarningsPressRelease.pdf>

68. Deloitte Center for Financial Services. 2022 banking and capital markets outlook. 2021. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/financial-services/deloitte-cn-fs-banking-and-capital-markets-outlook-en-220121.pdf>

69. Institutional investor heterogeneity and analyst recommendation: Malaysian evidence / A. Qasem et al. *Cogent Business & Management*. 2021. Vol. 8, no. 1. URL: <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1908005>

70. Butterfill J. Volume 55: Digital Asset Fund Flows Weekly. *Medium*. URL: <https://blog.coinshares.com/volume-55-digital-asset-fund-flows-weekly-b2bc048ef816>

71. Al-Mansour B. Y. Cryptocurrency Market: Behavioral Finance Perspective. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2020. Vol. 7, no. 12. P. 159–168. URL: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.159>