

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ
СЛУЖБИ УКРАЇНИ

На правах рукопису

КОВАЛЕНКО ЮЛІЯ МИХАЙЛІВНА

УДК 336.76

Управління фінансовими інвестиціями

08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник

ПЕРЕСАДА АНАТОЛІЙ АНАТОЛІЙОВИЧ
доктор економічних наук, професор

Ірпінь – 2004

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ.....	3
ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. Теоретичні засади фінансового інвестування.....	10
1.1. Економічна сутність фінансових інвестицій.....	10
1.2. Інструментарій фінансового інвестування.....	26
1.3. Управління процесом фінансового інвестування.....	48
Висновки до розділу 1.....	63
РОЗДІЛ 2. Інституційні інвестори на фінансовому ринку України.....	66
2.1. Фінансове інвестування комерційних банків.....	66
2.2. Здійснення фінансових інвестицій страховими компаніями.....	89
2.3. Діяльність інститутів спільного інвестування.....	104
2.4. Інвестиційні операції недержавних пенсійних фондів.....	119
Висновки до розділу 2.....	136
РОЗДІЛ 3. Шляхи активізації процесу фінансового інвестування в Україні.....	139
3.1. Перспективи розвитку фінансового інструментарію для інституційних інвесторів.....	139
3.2. Удосконалення законодавчого регулювання фінансового інвестування.....	156
3.3. Схема розміщення активів інституційних інвесторів.....	173
Висновки до розділу 3.....	189
ВИСНОВКИ.....	193
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	198
ДОДАТКИ.....	214

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АТ – акціонерне товариство;
АУБ – Асоціація українських банків;
ВАТ – відкрите акціонерне товариство;
ДКЦПФР – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
ЗАТ – закрите акціонерне товариство;
ЗУ – Закон України;
ІСІ – інститут спільного інвестування;
КБ – комерційний банк;
КІФ – корпоративний інвестиційний фонд;
КМУ – Кабінет Міністрів України;
КУА – компанія з управління активами;
НБУ – Національний банк України;
НПЗ – недержавне пенсійне забезпечення;
НПФ – недержавний пенсійний фонд;
ОВДП – облігація внутрішньої державної позики;
ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку;
ПІФ – пайовий інвестиційний фонд;
ПМС – приватизаційний майновий сертифікат;
П(С)БО – Положення (стандарт) бухгалтерського обліку;
ПФТС – Перша фондова торговельна система;
РФ – Російська Федерація;
РЦП – ринок цінних паперів;
СК – страхова компанія;
ТІС – торговельно-інформаційна система;
ЦП – цінний папір;
CAPM – Capital Asset Pricing Model (Модель оцінки капітальних активів);
CML – Capital Market Line (Лінія ринку капіталу);
SML – Security Market Line (Лінія ринку активу);
VaR – Value-at-Risk (Ризикова вартість).

ВСТУП

Актуальність теми. Суттєвим чинником економічного піднесення в багатьох країнах стала активізація фінансового інвестування через універсалізацію діяльності банківських інститутів і зростання ролі небанківських фінансових установ (страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів). На відміну від індивідуальних інвесторів, ці структури провадять різні види професійної фінансової діяльності, опікуються капіталом своїх вкладників, шукаючи при цьому оптимальні з точки зору дохідності й ризику схеми розміщення накопиченого капіталу.

Розвиток інституційних інвесторів в Україні протягом останніх років залишається мало динамічним і здебільшого хаотичним, що пояснюється недоліками у нормативно-правовому та інформативному його забезпеченні. До того ж, часто відбувається автоматичне копіювання різноманітних західних методик щодо процесу управління інвестиціями фінансових інститутів без урахування сучасного стану розвитку української економіки, що не завжди дає очікуваний результат.

Проблеми фінансових інвестицій багатогранні й актуальні. Механізмам фінансового інвестування та участі у ньому інституційних інвесторів присвячені роботи таких відомих вчених: Г.Александера, Дж.Бейлі, Д.Блекуелла, З.Боді, Е.Брігхема, Л.Гапенські, Л.Гітмана, М.Джонка, А.Кейна, Д.Кідуелла, Б.Койлі, Дж.Лінтнера, Г.Марковіца, А.Маркуса, Ф.Мишкіна, М.Міллера, Я.Моссіна, Р.Петерсона, Т.Райса, Дж.Тобіна, Дж.Трейнора, Ф.Фабоцці, Е.Фама, В.Шарпа; російських вчених-економістів М.Агаркова, М.Алексєєва, В.Єдренової, Ю.Касімова, Є.Мізіковського, Я.Міркіна. Серед українських науковців, роботи яких присвячені дослідженням даних проблем, варто виділити О.Барановського, М.Білик, І.Бланка, В.Корнєєва, Н.Костіну, Д.Леонова, Б.Луціва, А.Михайлова, О.Мозгового, А.Мороза, А.Пересаду, Ю.Петруню, О.Ткача, А.Федоренка, В.Шелудько.

Зважаючи на значний світовий прогрес у розробці новітніх фінансових інструментів і методів інвестування коштів, ряд питань, пов'язаних з діяльністю інвестиційних інститутів на фінансовому ринку України, є недостатньо вивченим вітчизняними фахівцями і потребує подальших досліджень у частині теоретико-методологічних засад і практики функціонування інституційних інвесторів у процесі здійснення фінансового інвестування. Зокрема, це стосується чіткого визначення ролі цих інвесторів у розбудові фінансового ринку, впровадження сучасних методів управління фінансовими інвестиціями, розширення інструментарію, прийнятного для інвестування коштів, удосконалення регулятивної бази фінансового інвестування в Україні.

Вказане свідчить про необхідність вивчення процесу управління фінансовими інвестиціями в контексті розвитку цієї важливої форми інвестування з метою повноцінної інтеграції фінансового сектора України в міжнародний ринок капіталу, що й зумовлює актуальність теми дисертаційного дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана згідно з планом наукових досліджень кафедри державних фінансів Національної академії державної податкової служби України і є складовою комплексної теми “Дослідження бюджетно-податкової політики в сучасних умовах та шляхи її удосконалення” (номер державної реєстрації 0102U001155) – розділ “Інвестиційні процеси в Україні”.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є розробка теоретико-методичного забезпечення управління фінансовими інвестиціями, спрямованого на розширення ролі цих інвестицій у діяльності інституційних інвесторів.

Відповідно до поставленої мети визначені завдання дослідження:

- уточнити суть, виявити особливості та систематизувати загальні підходи до розуміння категорій “інвестиції”, “фінансові інвестиції”, “фінансовий ринок” і “фінансові інструменти”;

- систематизувати методичні підходи до процесу управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів; розробити та адаптувати методи реалізації цього процесу для банківських і небанківських фінансових установ;
- провести комплексну оцінку досвіду здійснення фінансового інвестування банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів; виявити резерви для активізації їх діяльності;
- виявити перспективи розвитку фінансового інструментарію для інституційних інвесторів;
- розробити пропозиції щодо вдосконалення нормативно-правової бази, що регулює діяльність інституційних інвесторів;
- обґрунтувати нові підходи до управління інвестиційним портфелем з урахуванням особливостей країн, що розвиваються.

Об'єктом дослідження є інвестиційні відносини у фінансовому секторі економіки.

Предметом дослідження є процес управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів у сучасних умовах.

Методи дослідження. Теоретико-методологічну основу роботи складають фундаментальні положення сучасної економічної теорії, наукові досягнення вітчизняних і зарубіжних вчених у сфері фінансових інвестицій, фінансового ринку, діяльності його інститутів, формування інвестиційного портфеля та управління фінансовими інвестиціями.

Тенденції та особливості управління фінансовими інвестиціями в Україні виявлені з використанням таких методів: діалектичного (для розкриття теоретичних основ фінансового інвестування); системного (для дослідження структури фінансових інструментів в Україні); графічного (для характеристики розподілу за активами страхових компаній України); аналізу та синтезу (для розробки рекомендацій щодо загальних вимог до складу та структури страхових резервів страховиків, активів інститутів спільного інвестування і коштів недержавних пенсійних фондів в Україні) та порівняльного аналізу (для

співставлення привабливості фінансових інструментів для інституційних інвесторів). Вирішення поставлених у роботі завдань й обробка експериментальних завдань здійснювались на ПЕОМ з позицій системного підходу з використанням коваріаційного методу розрахунку ринкового ризику інвестиційного портфеля.

Інформаційною базою досліджень є нормативно-правові акти з питань регулювання інвестиційної діяльності фінансових інститутів, періодичні та монографічні видання, матеріали міжнародних, всеукраїнських науково-практичних конференцій, статистичні матеріали Національного банку України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Ліги страхових організацій, а також видання міжнародних фінансових організацій.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в наступному:

вперше:

- доведено тотожність інструментів фінансового інвестування та фінансового ринку; обґрунтовано авторське тлумачення терміну “фінансовий інструментарій”, під яким розуміється сукупність фінансових інструментів, які є грошовими документами, що засвідчують вкладення коштів у цінні папери (традиційні й похідні), банківські депозити, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу;
- запропоновано багаторівневу схему розміщення активів інституційних інвесторів із застосуванням коваріаційного методу оцінки ринкових ризиків Value-at-Risk (VaR), яка дає змогу із заданим рівнем надійності мінімізувати можливі втрати інвестора на визначеному часовому горизонті;

удосконалено:

- визначення категорії “фінансові інвестиції” як капіталу, що вкладається у фондові та грошові фінансові інструменти, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу та систематизовано їх класифікацію;

- методичні підходи до сегментації фінансового ринку, що базуються на розмежуванні ринку цінних паперів і фондового ринку;
- алгоритм процесу управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів загалом і з урахуванням особливостей діяльності кожного інституту, що включає постановку цілей інвестування, формування інвестиційної політики, вибір портфельної стратегії, а також моніторинг і коригування інвестиційного портфеля;

отримало подальший розвиток:

- система фінансового інструментарію для інституційних інвесторів з урахуванням обмеженості наявного кола законодавчо визначених фінансових інструментів і можливості випуску окремих інструментів, які б могли розглядатися як об'єкти для інвестицій;
- напрями активізації фінансового інвестування в Україні на основі визначення особливостей діяльності інституційних інвесторів через їх групування і типологію, а також оцінку нормативних обмежень щодо розміщення накопиченого капіталу.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що сформульовані та обґрунтовані наукові положення, висновки та рекомендації збагачують теорію і практику управління фінансовими інвестиціями, мають значну практичну цінність для визначення цілей інституційного інвестора, формування його стратегії і тактики на фінансовому ринку, моніторингу портфеля фінансових інвестицій.

Наукові і практичні результати дисертаційного дослідження щодо нормативів розміщення страхових резервів страхових компаній і коштів недержавних пенсійних фондів використані в роботі Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (довідка № 20/814 від 12.02.04). Пропозиції щодо вдосконалення законодавства України про цінні папери в частині випуску облігацій місцевих позик, випуску облігацій підприємств і удосконалення механізму їх дострокового викупу, надання державних гарантій виконання зобов'язання емітента за іпотечними цінними паперами використані

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (довідка №27/7061 від 03.06.04). У практичну діяльність АТ “Укрінбанк” запроваджується багаторівнева ієрархічна схема розміщення банківських активів на основі коваріаційного методу оцінки ринкового ризику при оптимізації портфеля пайових цінних паперів (довідка №01/1228 від 28.05.04).

Результати наукових досліджень використовуються також у навчальному процесі Національної академії ДПС України (довідка №1612/01-12 від 27.05.04) та Київського національного економічного університету (довідка від 06.04.04).

Особистий внесок здобувача. Теоретичні положення, висновки та наукові результати дослідження, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, наведено у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати досліджень доповідались та обговорювались на засіданнях кафедри державних фінансів Національної академії ДПС України і оприлюднені на п’яти науково-практичних конференціях: II Всеукраїнській науково-практичній конференції “Теорія і практика перебудови економіки” (м. Черкаси, 2001), Міжнародній науково-практичній конференції “Наука і освіта 2003” (м. Дніпропетровськ, 2003), V Міжнародній науковій конференції студентів і молодих учених “Фінансовий і банківський менеджмент: досвід та проблеми” (м. Донецьк, 2003), VII Міжнародній науково-практичній конференції “Наука і освіта 2004” (м. Дніпропетровськ, 2004), Всеукраїнській науково-практичній конференції вчених, викладачів, практичних працівників і молодих науковців “Розвиток фінансово-кредитних відносин в Україні” (м. Київ, 2004).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 18 наукових праць загальним обсягом 64,64 д.а., з них 10 статей у фахових виданнях. Безпосередньо здобувачу належить 21,8 д.а.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФІНАНСОВОГО ІНВЕСТИВАННЯ

1.1. Економічна сутність фінансових інвестицій

У сучасних умовах у складній системі економічних зв'язків усе частіше доводиться приймати зважені рішення щодо вкладання коштів в певні об'єкти. Для збереження та приросту капіталу постає необхідність відмовитися від старих засобів накопичення і перейти до тих, які притаманні ринковим відносинам, що об'єднуються під загальною назвою “інвестування”.

Узагальнюючи погляди українських і зарубіжних вчених-економістів на теоретичні положення інвестиційного аналізу, ми дійшли висновку про існування певних розбіжностей, насамперед, у тлумаченні поняття “інвестиції”.

Як відомо, в Україні поняття “інвестиції” до 1991 року підмінялося поняттям “капітальні вкладення”, тобто вони були тотожні [139, 160]. Інвестиції вважалися найважливішим економічним інструментом, який характеризував діяльність будівельного комплексу, і аналізувалися у двох аспектах: як економічна категорія і як процес, пов'язаний з рухом грошових коштів (ресурсів). При цьому основна увага була зосереджена на структурі джерел фінансування капітальних вкладень, договірних відносинах учасників інвестиційного процесу (підрядників, замовників та інших) і ролі банків у фінансуванні та кредитуванні капітальних вкладень.

У країнах з ринковою економікою капітал може використовуватися в основному у двох напрямках – реальне (вкладання у матеріальні і нематеріальні активи) та фінансове інвестування (вкладання у фінансові активи). Проведений нами аналіз доводить, що у більшості визначень зарубіжних і вітчизняних вчених поняття “інвестиції” пов'язане з реальним, а не фінансовим інвестуванням. Наведемо деякі з них.

Б.Карлоф розкриває зміст інвестицій через таке визначення: “Під інвестиціями розуміють здійснення будь-яких економічних проектів з

розрахунком отримати доходи у майбутньому. Традиційно асоціюються з придбанням матеріальних об'єктів, призначених для створення протягом тривалого часу певних благ” [48, с.246].

Дж.М.Кейнс, який вніс вагомий вклад у розвиток інвестиційної теорії, визначає інвестиції як “поточний приріст цінності капітального майна у результаті виробничої діяльності даного періоду” і як “частину доходу за даний період, яка не може бути використана для споживання” [50, с.117].

К.Р.Макконелл і С.Л.Брю зводять інвестиції до витрат на виробництво, накопичення засобів виробництва і збільшення матеріальних запасів [77, с.388].

У Великому економічному словнику за редакцією О.М.Азріліяна інвестиції визначаються як сукупність витрат, реалізованих у формі довгострокових вкладень капіталу у промисловість, сільське господарство, транспорт та інші галузі господарства [14, с.156].

О.Д.Василик розглядає інвестиції як довгострокові вкладення капіталу з метою створення нових і модернізації діючих підприємств, освоєння новітніх технологій і нової техніки, збільшення виробництва й одержання прибутку [18, с.386].

Л.М.Павлова зводить інвестиції до процесу використання сукупних матеріальних, трудових і фінансових ресурсів, спрямованих на збільшення капіталу, розширення, модернізацію і технічне переозброєння виробництва [101, с.126].

Д.М.Черваньов і Л.І.Нейкова наголошують, що “інвестиції як економічна категорія відображають відносини, пов’язані з довгостроковим авансуванням грошових, майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об’єкти підприємницької діяльності, в їхні основні та оборотні фонди, а також у науково-технічний розвиток, якісне вдосконалення виробничої бази та освоєння випуску нових видів продукції від моменту авансування до реального відшкодування й одержання прибутку або соціального ефекту” [168, с.130].

У 1991 році в Україні було прийнято ЗУ “Про інвестиційну діяльність”, в якому дається таке визначення інвестицій: “Інвестиціями є всі види майнових та

інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. Такими цінностями можуть бути грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме та нерухоме майно; майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної інформації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва; права користування землею та інші цінності.

Інвестиції у відтворення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів здійснюються у формі капітальних вкладень” [38].

З погляду українського вченого-економіста А.А.Пересади, який займається проблемами інвестування, визначення інвестицій у Законі в основному відповідає міжнародному підходу до уявлень про інвестиційну діяльність як процесу вкладення ресурсів (благ, майнових та інтелектуальних цінностей) з метою отримання прибутку, доходу, дивіденду (соціального ефекту) [103, с.6].

Із Закону випливає, що ототожнювати інвестиції і капітальні вкладення не можна, оскільки інвестиції є набагато ширшою категорією, ніж капітальні вкладення. Однак сьогодні деякі економісти ототожнюють їх. Наприклад, І.Бернар і Ж.-К.Коллі тлумачать капітальні вкладення як придбання засобів виробництва (у більш широкому розумінні – це придбання капіталу з метою отримання доходу, а в загальноприйнятому – вкладення у цінні папери) [8, с.103].

Термін “капітальні вкладення” часто зустрічається в роботах західноєвропейських і американських економістів [7, 80, 197], а також багатьох інших вчених у галузі бухгалтерського обліку, фінансового менеджменту та інвестиційного аналізу.

У Міжнародних стандартах обліку та аудиту інвестиції визначаються як частина активу, необхідна підприємству для накопичення багатства (капіталу)

шляхом вкладення коштів, амортизації капіталу та отримання інших вигод інвестором, подібних доходам від торговельних відносин [81].

На думку О.М.Шарова, таке ототожнення пов'язане з тим, що "...капітальні вкладення розглядаються як розширення або оновлення виробничих фондів за рахунок власних коштів підприємства, банківських кредитів чи державних субсидій. Саме звідси йдуть постійні вимоги до уряду та банків "збільшити інвестування". Було б більш точним, якби виробничники прямо сказали, що потребують державних субсидій або довгострокових кредитів для модернізації промислового обладнання та придбання нових технологій" [172, с.93-94].

У цілому ж поняття "інвестиції" повинне містити предмет вкладень (що вкладати), об'єкти вкладень (куди вкладати) і мету здійснення цього процесу.

Відповідно до Закону предметом вкладень є всі види майнових та інтелектуальних цінностей. Недоліком є те, що до уваги не беруться грошові цінності (їх віднесено до майнових цінностей), які є основним інвестиційним ресурсом, тому їх треба виділяти окремо. Крім того, інтелектуальні цінності (нематеріальні активи) можуть входити і до майнових цінностей. Ці терміни не можна протиставляти.

Уточнення потребують і об'єкти інвестиційної діяльності, оскільки в Законі ними вважаються тільки ті, які сприятимуть одержанню прибутку (доходу) або досягненню соціального ефекту. Таким чином, наголошується на меті інвестиційних вкладень, а характеристики об'єктів не уточнюються. Доцільніше було б виділити фінансові активи (кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери) та реальні активи (рухоме та нерухоме майно, майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності; "ноу-хау"; права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, інші майнові права та інші цінності).

Щодо мети інвестування, то тут виникає багато суперечностей. Згідно із Законом метою інвестування є створення прибутку (доходу) або досягнення соціального ефекту.

На думку А.А.Пересади, “дещо неточним...є здійснення інвестицій з метою одержання соціального ефекту. Цей ефект може досягатися не від прямих інвестицій в підприємництво, а через збільшення доходів від інвестиційної діяльності і відповідних надходжень до держбюджету, що використовуються на фінансування соціальних програм” [102, с.9]. Подібних поглядів дотримується Т.В.Дорошенко, зауважуючи, що “...визначення досягнення соціального ефекту як мети інвестиційної діяльності суперечить сутності інвестицій як економічної категорії...Інвестиція може викликати як позитивний, так і негативний соціальний ефект, але при цьому вона залишається інвестицією” [29, с.116]. З наведеним можна погодитися, оскільки метою здійснення інвестицій є тільки економічна вигода, а соціальний ефект визначити більш складно, і ще більш складно включити його у прийняту у ринковій економіці систему розрахунків ефективності інвестицій.

У працях іноземних [7, 8, 24, 47, 68, 82, 144, 173] і вітчизняних економістів [10, 11] зазначається, що метою інвестицій є не тільки створення прибутку або досягнення соціального ефекту, а й інші форми забезпечення розвитку і підвищення ринкової вартості підприємства, що знаходить своє відображення у зростанні суми вкладеного капіталу.

Таким чином, переглянувши основні теоретичні погляди щодо інвестування, ми дійшли висновку, що сутність інвестицій можна викласти у такій редакції: інвестиції – це вкладення капіталу (грошових, матеріальних і нематеріальних цінностей) у фінансові та реальні активи з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу.

Визначення співвідношення фінансового та реального інвестування насамперед пов’язане з функціональним спрямуванням діяльності суб’єкта господарювання.

Інституційні інвестори, як правило, основною формою своєї діяльності обирають фінансові інвестиції, оскільки працюють на фінансовому ринку, а реальні інвестиції вони можуть здійснювати тільки у межах законодавства для кожної групи таких інвесторів. Виробники здебільшого здійснюють реальне

інвестування у формі капітальних вкладень і придбання нематеріальних активів з метою здійснення реконструкції, розширення, модернізації виробництва, підтримки діючих потужностей тощо. Щодо фінансових інвестицій підприємств, то вони, як правило, пов'язані з короткостроковими вкладеннями тимчасово вільних грошових коштів або пайовою участю в окремих підприємствах і здійснюються на більш пізніх стадіях розвитку суб'єкта господарювання.

У економіках країн, що розвиваються, лівова частина інвестицій належать до реальних, у той час, як у розвинених країнах більша частина представлена інструментами ринку цінних паперів. Такі фундаментальні праці як “Инвестиции” В.Шарпа, Г.Александера і Дж.Бейлі [173], “Основы инвестирования” Л.Дж.Гітмана і М.Д.Джонка [24], “Принципы инвестиций” З.Боді, А.Кейна і А.Дж.Маркуса [13], “Управление инвестициями” Ф.Фабозці присвячені дослідженню саме цих проблем.

У ЗУ “Про інвестиційну діяльність” форми інвестицій не наводяться. Вперше вони розглядаються у ЗУ “Про оподаткування прибутку підприємств” як капітальні, фінансові та реінвестиції [42]. Такий поділ ми вважаємо помилковим, оскільки капітальні інвестиції відповідно до першого Закону – це інвестиції у відтворення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів. Але другий Закон до капітальних інвестицій відносить також придбання нематеріальних інвестицій, які підлягають амортизації. Таким чином, доцільніше було б замінити термін “капітальні інвестиції” на “реальні інвестиції”, який широко застосовується у практиці економічного аналізу і, зокрема, у системі національних рахунків ООН.

Щодо реінвестицій, то їх не можна вважати формою інвестицій через те, що вони характеризують не об'єкт вкладення капіталу, а процес, тобто “здійснення капітальних або фінансових інвестицій за рахунок доходу (прибутку), отриманого від інвестиційних операцій” [42].

Під фінансовою інвестицією розуміють господарську операцію, що передбачає придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів та інших фінансових інструментів.

Визначення фінансових інвестицій, їх види та оцінка регламентуються в Україні національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку (П(С)БО). Відповідно до П(С)БО 2 “Баланс”, фінансові інвестиції – це активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (відсотків, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора [96].

Напрямами здійснення фінансового інвестування суб’єкта господарювання можна вважати інвестиційні операції з традиційними інструментами, придбання похідних цінних паперів (деривативів), депозитні операції компаній і пайову участь у спільних підприємствах [107, с.341]. При цьому не всі вони визначаються у працях зарубіжних і вітчизняних вчених.

В.Шарп зазначає, що фінансові інвестиції являють собою контракти, записані на папері, такі, як прості акції та облігації [173, с.1]. Дещо іншої думки дотримуються Р.Пайк і Б.Ніл, які вважають, що “...фірма може інвестувати поза свій бізнес у фінансові активи у формі короткострокових цінних паперів і депозитів” [192, с.7].

У Банківських енциклопедіях за редакцією А.М.Мороза під фінансовими інвестиціями розуміється “...вкладення в акції, облігації та інші цінні папери, що випускаються приватними компаніями або державою, а також об’єкти тезаврації на збільшення реального капіталу, більша їх частина є непродуктивним вкладенням капіталу” [4, с.112; 33, с.259]. Можна не погодитися, що об’єкти тезаврації належать до фінансових інвестицій, і взагалі до інвестицій, оскільки тезаврація означає зберігання господарюючими суб’єктами цінностей або боргових вимог без їх прибуткового використання.

У Біржовому словнику В.Ф.Корельського і Р.В.Гаврилова фінансові інвестиції взагалі визначаються як міжнародна кредитно-фінансова діяльність, що включає операції з цінними паперами [63, с.177].

В.М.Єдронова і Є.А.Мізіковський визначають фінансові інвестиції як “...витрати підприємства на придбання цінних паперів, пайову участь у підприємствах, позички іншим підприємствам під векселі або інші боргові зобов’язання” [31, с.15]. Це визначення значною мірою відповідає сутності фінансових інвестицій, однак при цьому потрібно зауважити, що такі інвестиції здійснюють не тільки підприємства.

Ми пропонуємо викласти визначення фінансових інвестицій у такій редакції: фінансові інвестиції – це вкладення капіталу у фондові та грошові фінансові інструменти, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу.

Відповідно до ЗУ “Про оподаткування прибутку підприємств”, фінансові інвестиції поділяються на прямі та портфельні. Пряма інвестиція – господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. Портфельна інвестиція – господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому ринку (за винятком операцій з купівлі акцій як безпосередньо платником податку, так і пов’язаними з ним особами, в обсягах, що перевищують 50% загальної суми акцій, емітованих іншою юридичною особою, які належать до прямих інвестицій) [42].

Такий поділ фінансових інвестицій у вітчизняному законодавстві багато у чому є суперечливим. Західні вчені-економісти залежно від участі інвестора в інвестуванні, тобто здійснює він інвестування самостійно або через посередників, поділяють інвестиції на прямі та непрямі. А залежно від мети, яку ставить перед собою інвестор, інвестиції можна розділити на стратегічні (придбання пакету акцій, який дозволяє впливати на управління компанією) і портфельні (одержання поточного доходу або приросту суми вкладеного капіталу).

Тож можна не погодитися з думкою вітчизняних вчених, які за характером участі в інвестуванні поділяють інвестиції на стратегічні, прямі та портфельні

(опосередковані, непрямі) [138, с.24]. Деякі російські автори ототожнюють фінансові інвестиції з портфельними інвестиціями [47, 142, 144, 151].

Проаналізувавши велику кількість робіт з питань фінансового інвестування, ми можемо запропонувати таку класифікацію фінансових інвестицій (рис. 1.1).

На нашу думку, стратегічні інвестиції є прямими інвестиціями і вкладаються безпосередньо у реальні активи (виробництво, збут тощо) або забезпечують інвестору вплив на процес управління підприємством. У першому випадку він купує акції напрямку, без посередників, а кошти від купівлі акцій поступають емітенту і спрямовуються на розвиток виробництва. У другому випадку він купує крупний пакет акцій на вторинному ринку з метою здійснення контролю за виробництвом і збутом емітента. Щодо емітента, то він не одержує грошей за куплені інвестором активи.

Портфельні інвестиції не можна вважати протиположними прямим, вони є їх взаємодоповнюючим елементом. Однак між ними є принципова різниця:

1. Прямі фінансові інвестиції дають змогу підприємству реалізувати окремі стратегічні цілі свого розвитку більш швидким і дешевим шляхом. Так, “при галузевій або регіональній диверсифікації операційної діяльності, нарощенні обсягів виробництва і реалізації продукції шляхом “захоплення” підприємств-конкурентів у своєму сегменті ринку та інших аналогічних випадках... підприємство шляхом відповідних форм фінансового інвестування може придбати контрольний пакет акцій (контрольну частку у статутному фонді) суб’єктів господарювання, максимальна сума купівлі яких складає ненабагато більше половини ринкової вартості їх бізнесу (50% плюс одна акція)” [11, с.12].

2. Прямі інвестиції мають безпосередній вплив на обсяги капітальних вкладень в економіку, а портфельні мають здебільшого тимчасовий і спекулятивний характер.

3. Мета прямих інвестицій – встановлення контролю над діяльністю підприємства і одержання прибутку від його господарської діяльності. Портфельна інвестиція передбачає одержання стабільного поточного доходу у

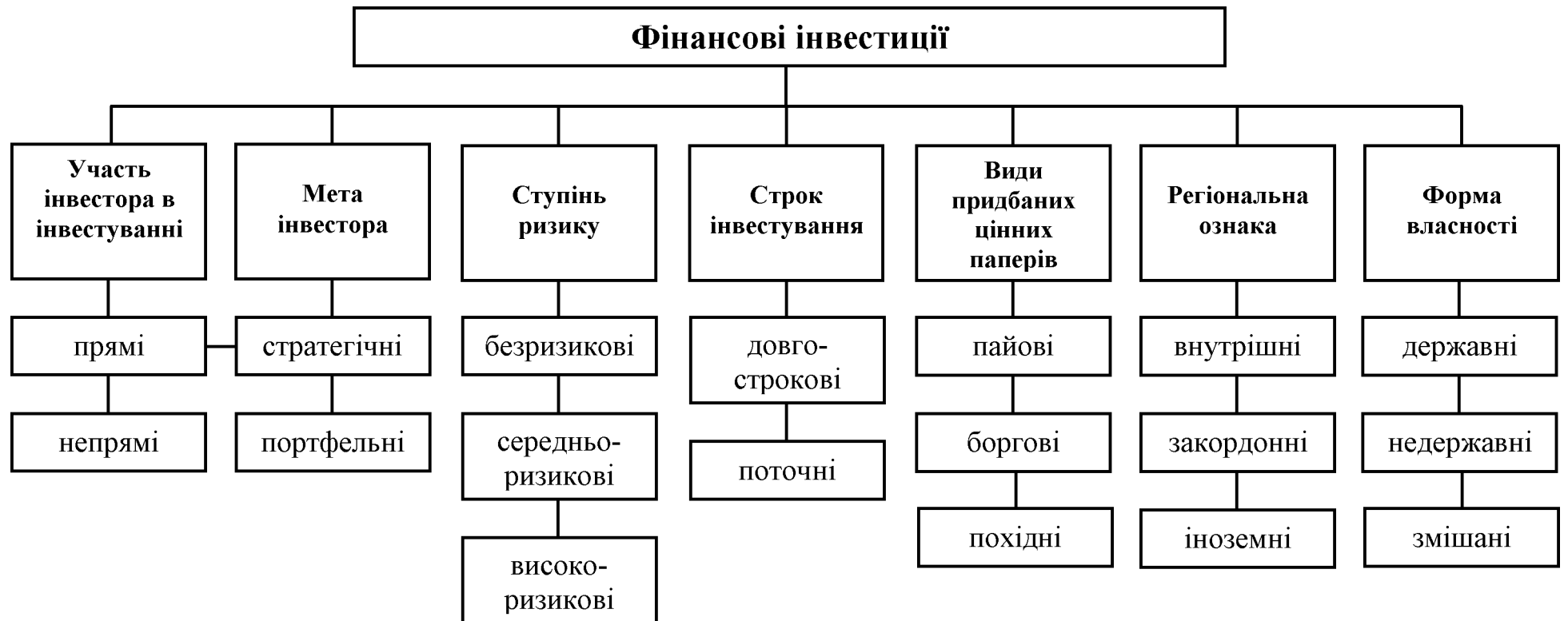


Рис. 1.1. Класифікація фінансових інвестицій

вигляді процентів або дивідендів і додаткового доходу у вигляді курсової різниці.

4. Прямі інвестиції відчутно впливають на рівень зайнятості і стан внутрішнього ринку країни, чого не можна сказати про портфельні інвестиції.

5. Портфельні інвестиції є більш ліквідними, ніж прямі. Через цю обставину вони дають можливість заробити “гарячі гроші” (за умов високого розвитку ринку цінних паперів).

У розвинених країнах критерієм розмежування інвестицій на прямі та портфельні є 10% об’єкта інвестування. Інвестиція може бути прямою і з меншою часткою участі, однак вона повинна забезпечувати реальний вплив на господарську діяльність об’єкта інвестування. Якщо ж частка участі становить більше 10%, але реальний контроль над об’єктом відсутній, то інвестиція прямою не вважається.

О.М.Вінник пропонує таку класифікацію: портфельне інвестування – вкладення коштів у незначні за обсягом (1-10% статутного фонду) пакети акцій з метою одержання дивідендів. Фінансове інвестування – придбання значних за розміром (10-40% статутного фонду) підприємств з метою перепродажу їх стратегічним інвесторам, якщо вартість акцій досягне максимальної межі. Стратегічне інвестування – вкладення коштів у придбання контрольного пакету акцій чи цілісного майнового комплексу підприємства з метою здійснення над ним контролю і отримання максимального прибутку від діяльності такого підприємства [20, с.11]. Тут автор має на увазі тільки корпоративну (акціонерну) форму інвестування і не розглядає операції з іншими фінансовими активами.

Найважливішими факторами дохідності будь-яких фінансових інвестицій є ризик і час.

Як зазначають Т.Райс і Б.Койлі, “фінансові інвестиції – це пожертва теперішнім цінностям в ім’я (можливо ілюзорних) майбутніх доходів” [124, с.7]. Інвестування не можна розглядати без урахування ризику, тобто вірогідності відхилення величини фактичного інвестиційного доходу від величини

очікуваного. Однак потрібно розуміти, що ризик – це не тільки втрати, але і додатковий дохід, тобто разом із ризиком зазнати втрат існує альтернатива отримання додаткових доходів, тобто ризикованість для будь-якого інвестора є альтернативою його доходності.

За ступенем ризику виділяють безризикові, середньоризикові та високоризикові фінансові інвестиції. У ряді країн критерієм безризикових вкладень капіталу є вкладення у державні цінні папери, насамперед, у державні облігації. Дохід з них визначає ставку безпеки, яка використовується при оцінці вкладень як точка відліку інвестиційного ризику. Інвестиції з високим ризиком вважаються спекулятивними з точки зору гарантії отримання певного доходу. Так, Л.Дж.Гітман і М.Д.Джонк термінами “інвестування” і “спекуляція” визначають два різні підходи до інвестування. На їхню думку, інвестування – це процес купівлі цінних паперів та інших активів, про які можна з упевненістю сказати, що їх вартість залишиться стабільною і на них можна буде отримати не тільки позитивний розмір доходу, але навіть передбачуваний дохід [24, с.18]. З цією думкою погоджуються О.Б.Крутик і О.Г.Нікольська, які під фінансовими інвестиціями розуміють придбання активів у формі цінних паперів для отримання прибутку за “нормального” для даного виду інвестицій ризику [68, с.58]. Спекуляція полягає у здійсненні операцій з фінансовими активами, але лише у ситуаціях, коли їх майбутня вартість і рівень очікуваного доходу вельми ненадійні. Однак при більш високому ступені ризику від спекуляцій можна очікувати більш високий дохід.

На нашу думку, доцільно виділити три головних критерії відмінності інвестицій від спекуляції:

1. При інвестиціях фінансові активи мають межу припустимого ризику. Щодо спекуляції, то вона не передбачає такої межі, а жорсткий зв'язок між майбутнім доходом і ризиком відсутній.

2. Інвестування передбачає отримання стабільного і достатньо високого доходу. Спекуляція зазвичай керується мотивом: купити дешевше – продати дорожче, тобто різницею між витраченим і отриманим капіталом.

3. Інвестування і спекуляція різняться періодом часу. Якщо капітал вкладений на тривалий період (наприклад, у США більше 6 місяців), то це означає, що він інвестований.

Щодо фактору часу, то він відіграє особливу роль в інвестиційній діяльності. Як зазначає А.Маршалл, “очікування є таким самим справжнім елементом витрат виробництва, як і зусилля, і у міру його накопичення входить до складу витрат, а тому його не слід враховувати окремо від останніх” [79, с.56].

У літературних джерелах є розходження або протиріччя щодо класифікації інвестицій за терміном інвестування. Існують пропозиції класифікувати інвестиції на короткострокові й довгострокові, а також на короткострокові, середньострокові й довгострокові.

Щодо фінансових інвестицій, то залежно від терміну їх обігу, який визначає мету інвестування і ліквідність, їх слід поділяти на довгострокові та поточні (рис. 1.2), як це пропонується у П(С)БО 2 “Баланс”. Довгостроковими фінансовими інвестиціями є фінансові інвестиції на період понад один рік, а також усі інвестиції, що не можуть бути вільно реалізовані у будь-який момент. Поточні інвестиції – це фінансові інвестиції терміном, що не перевищує одного року, які можуть бути вільно реалізовані у будь-який момент (окрім інвестицій, які є еквівалентами грошових коштів). У свою чергу, інвестиції можуть бути класифіковані як еквіваленти, якщо вони вільно конвертуються у відповідну суму грошових коштів, характеризуються незначним ризиком зміни вартості та мають короткий строк погашення, наприклад протягом трьох місяців [96]. Як правило, еквіваленти грошових коштів утримуються для погашення короткострокових зобов’язань, а не для інвестиційних цілей.

Залежно від видів придбаних цінних паперів фінансові інвестиції можна поділити на три групи – пайові, боргові та похідні.

Пайові фінансові інвестиції мають такі ознаки: засвідчують право власності суб’єкта господарювання на частку у статутному капіталі об’єкта

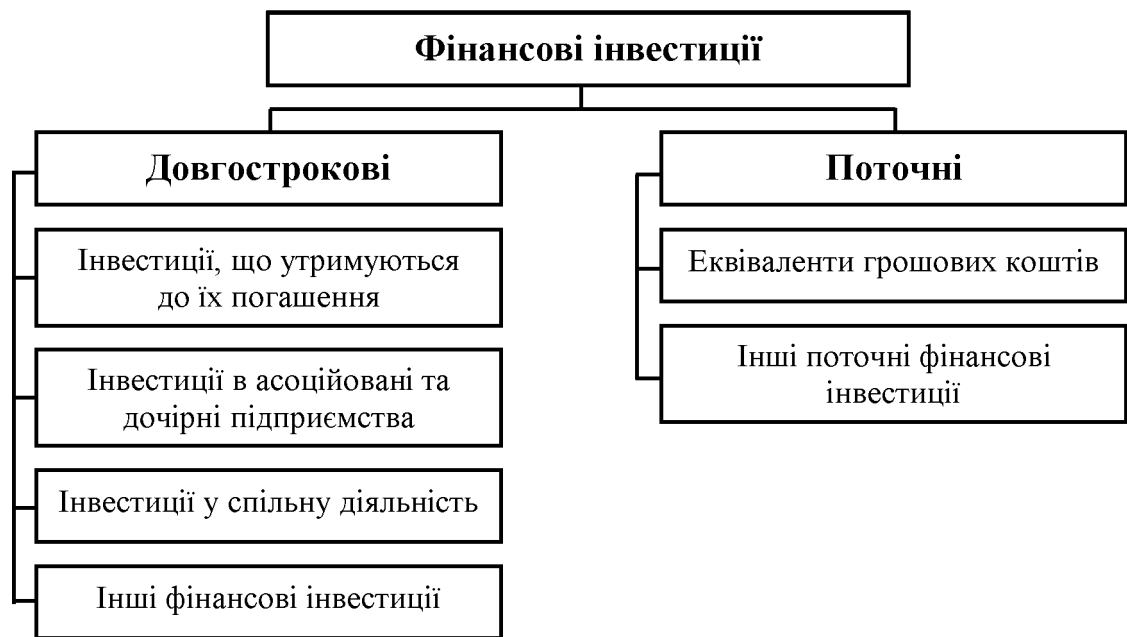


Рис. 1.2. Види фінансових інвестицій

інвестування; виступають у вигляді пайових цінних паперів або внесків до статутного капіталу інших підприємств; мають необмежений строк обігу; утримуються підприємством з метою отримання доходу у вигляді дивідендів або придбані з метою перепродажу та отримання доходу за рахунок зростання ринкової вартості інвестицій.

До боргових фінансових інвестицій належать інвестиції, які: мають боргову природу; виступають як боргові цінні папери або договори (контракти) з об'єктом інвестування, наприклад, такі, що засвідчують відносини позики; мають обумовлений термін обігу; утримуються до їх погашення з метою отримання доходу у вигляді процентів або придбані з метою перепродажу й отримання доходу за рахунок зростання ринкової вартості інвестицій.

Похідні фінансові інвестиції – це інвестиції, що здійснюються за допомогою укладання договорів на поставку конкретних активів у визначений строк у майбутньому на раніше узгоджених умовах. Базовими активами таких строкових контрактів є різноманітні фінансові інструменти.

За регіональною ознакою інвестиції поділяють на внутрішні та зовнішні, причому останні є вкладенням коштів в об'єкти інвестування, розташовані за межами даної країни [25, с.11]. На думку деяких дослідників, їх слід розділити

на внутрішні та іноземні інвестиції [11, с.20], інші взагалі ототожнюють закордонні та іноземні інвестиції [138, с.24].

На нашу думку, у регіональному аспекті потрібно розглядати фінансові інвестиції: внутрішні – вкладення у фінансові активи суб'єктів господарювання даної держави; закордонні – вкладення за межами території даної держави; іноземні – вкладення іноземних юридичних, фізичних осіб, іноземних держав, міжнародних урядових і неурядових організацій.

Відповідно до ЗУ “Про інвестиційну діяльність”, за формою власності ресурсів інвестування фінансові інвестиції мають поділятися на:

- приватні, що здійснюються громадянами, недержавними підприємствами, організаціями та установами, господарськими асоціаціями, спілками і товариствами, а також громадськими і релігійними організаціями (іншими юридичними особами), заснованими на приватній та колективній власності;

- державні, що здійснюються органами влади і управління України, Кримської АРСР, місцевих Рад народних депутатів за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів і позичкових коштів, а також державними підприємствами і установами за рахунок власних і позичкових коштів;

- іноземні, які здійснюються іноземними громадянами, юридичними особами та державами. Ці інвестиції можна класифікувати на прямі, портфельні та інші іноземні інвестиції (торгові кредити, кредити міжнародних фінансових організацій, кредити урядів іноземних держав під гарантії Уряду України; банківські вклади тощо);

- спільні, що здійснюються громадянами та юридичними особами України, інших держав [38].

Ми пропонуємо за формою власності ресурсів інвестування поділити інвестиції на державні, недержавні та змішані. При цьому останні передбачають фінансування з різних джерел (державних і недержавних). Приватну форму інвестицій у Законі доцільніше назвати недержавною, оскільки вона включає інвестування, що здійснюється юридичними особами, заснованими на приватній

і колективній власності. Іноземні інвестиції класифікуються нами як такі тільки за регіональною ознакою (їх можуть здійснювати іноземні юридичні і фізичні особи, а також держави).

Деякі вчені пропонують класифікувати фінансові інвестиції за типами інвестиційних портфелів [167, с.25]. На нашу думку, така класифікація є не зовсім вірною, оскільки портфель може включати у себе різні за класами фінансові інструменти і залежить від стратегії інвестора на фінансовому ринку.

Підсумовуючи все вищевикладене, можна зробити висновок, що економічне значення фінансових інвестицій полягає, в першу чергу, в їх спроможності дати інвестору реалізувати свою стратегію на фінансовому ринку. Вирішення цього завдання здійснюється за допомогою обігу різноманітних фінансових інструментів, які є об'єктами фінансового ринку і створюють об'єктивну основу його існування.

1.2. Інструментарій фінансового інвестування

Першочерговим завданням у період становлення ринкових відносин в Україні є забезпечення безперервності процесу формування і використання фінансових ресурсів у країні та за її межами. Прискорений розвиток національної фінансової системи та її інтеграція в глобальну економіку вимагає якісного рівня побудови фінансового ринку в Україні, пошуку його ефективної моделі і потребує фундаментальних і прикладних досліджень у цьому напрямі.

Сьогодні темі фінансового ринку, його інститутів та інструментів присвячена велика кількість наукових праць і публікацій.

Авторський колектив під керівництвом В.М.Федосова розглядає фінансовий ринок як "...грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту і пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах" [150, с.72].

В.М.Шелудько визначає фінансовий ринок як систему економічних та правових відносин, пов'язаних з купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів [174, с.13].

На думку І.О.Бланка, у найбільш загальному вигляді фінансовий ринок є ринком, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти та фінансові послуги [12, с.496].

В.П.Ходаківська і О.Д.Данілов розглядають фінансовий ринок як вираження економічних відносин між суб'єктами економіки з приводу реалізації вартості та споживчої вартості, укладеної у фінансових активах [165, с.19].

Ф.Фабоцці зазначає, що “фінансовий ринок забезпечує механізми для створення і обміну фінансовими активами” [157, с.15]. Подібною точки зору дотримується О.І.Мертенс, у якого фінансовий ринок є механізмом торгівлі фінансовими активами [84, с.56].

Р.Л.Міллер і Д.Д.Ван-Хуз ототожнюють фінансові ринки з ринками фінансових інструментів [86, с.104].

Таким чином, як зазначає В.В.Корнеєв, “...погляд на фінансовий ринок як на сферу торгівлі фінансовими активами є усталеним серед представників різних наукових шкіл”, і “в основі категорії “фінансовий ринок” лежить поняття “фінансові активи”, “фінансові інструменти” і “фінансові послуги” [64, с.22].

У найбільш широкому розумінні фінансові активи є специфічними активами, які є законними вимогами власників цих активів на отримання певного доходу в майбутньому. Наприклад, у Системі національних рахунків вони визначаються як об'єкти, що мають вартість і знаходяться у власності економічних суб'єктів, від яких слід очікувати в майбутньому одержання прибутку або інших доходів. У цілому, “...термін “актив” можна використовувати для визначення предмета угоди, дво- чи багатосторонньої, коли його конкретний різновид не має виокремленого суттєвого значення. Ціна на будь-який актив відображає збалансування пропозиції і попиту на нього залежно від ринкової кон'юнктури” [64, с.23].

Відповідно до українського чинного законодавства, фінансові активи складаються з коштів (грошей), цінних паперів, боргових зобов'язань та прав вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів [96]. Тож для формування фінансових активів важливого значення набуває якісний стан інструментів, які представляють на ринку ці активи.

Фінансові інструменти є різноманітними фінансовими документами, що обертаються на ринку і мають грошову вартість. Вони поділяються на різні види в залежності від способів, цілей, методів, форм накопичення коштів і відіграють найбільшу роль в організації фінансового ринку.

У сучасній економічній літературі наведена велика кількість визначень фінансових інструментів, основними з яких є:

— фінансовий інструмент є узаконеним сертифікатом, що належить його власнику та засвідчує вкладення коштів або майна з метою отримання доходу винятково за рахунок господарської діяльності інших [74, с.26];

— в якості фінансового інструменту приймається будь-який документ, пов'язаний з виникненням права на грошові або інші цінності, що не можуть бути реалізованими або переданими іншій особі без наявності такого документу [75, с.86];

— вказаним терміном охоплюються будь-які грошові документи, включаючи цінні папери чи операції з ними [83, с.9];

— фінансові інструменти – різноманітні форми фінансових зобов'язань (для короткострокового та довгострокового інвестування), торгівля якими здійснюється на фінансовому ринку. Вони складаються з грошових коштів і цінних паперів [156, с.72];

— фінансові інструменти – це контракти, результатом яких є поява певної статті в активах одного суб'єкта і статті у пасивах іншого суб'єкта фінансування [102, с.165].

Питання класифікації, визнання, оцінки фінансових інструментів та розкриття інформації про них у фінансовій звітності розглядаються в МСБО 32 “Фінансові інструменти: розкриття та подання” [84] і МСБО 39 “Фінансові

інструменти: визнання та оцінка” [85]. Цими стандартами визначено, що фінансовий інструмент – це будь-який контракт, який приводить до фінансового активу одного підприємства і фінансового зобов’язання або інструмента капіталу іншого підприємства. Подібне визначення можна знайти і в українському П(С)БО 13 “Фінансові інструменти”, де фінансовим інструментом визнається контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов’язання або інструмента власного капіталу іншого [97].

На нашу думку, інструменти фінансового ринку є інструментами фінансового інвестування, оскільки передбачають одержання доходів (у вигляді процентів, дивідендів, курсової різниці або частини прибутку підприємства). Однак наведені вище визначення фінансових інструментів не повною мірою відповідають напрямам здійснення фінансових інвестицій, які мають включати інвестиційні операції з цінними паперами (традиційними і похідними), депозитні операції компаній і вкладення у статутні капітали юридичних осіб. Вони також не враховують і мету здійснення цього інвестування.

Тож під інструментарієм фінансового інвестуваннями ми розуміємо сукупність фінансових інструментів, які є грошовими документами, що засвідчують вкладення коштів у цінні папери (традиційні й похідні), банківські депозити, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу.

Залежно від строку обігу фінансових інструментів більшість дослідників, зокрема Дж.Ван Хорн [17, с.56], Р.Л.Міллер і Д.Д.Ван-Хуз [86, с.106], Ф.Мишкін [90, с.35], Ф.Фабоцці [157, с.16], Я.М.Міркін [88, с.100], М.Ю.Алексєєв [3, с.22], В.М.Суторміна, В.М.Федосов і Н.С.Рязанова [150, с.80], сегментують фінансовий ринок на грошовий ринок і ринок капіталів. На грошовому ринку здійснюються в основному короткострокові (від одного дня до одного року) депозитно-ощадні операції, що обслуговують, головним чином, рух оборотного капіталу фірм, короткострокових ресурсів банків, установ,

держави і приватних осіб. На ринку капіталів продають і купують довгострокові кредитні ресурси, а також цінні папери зі строком обігу більше року (рис. 1.3).

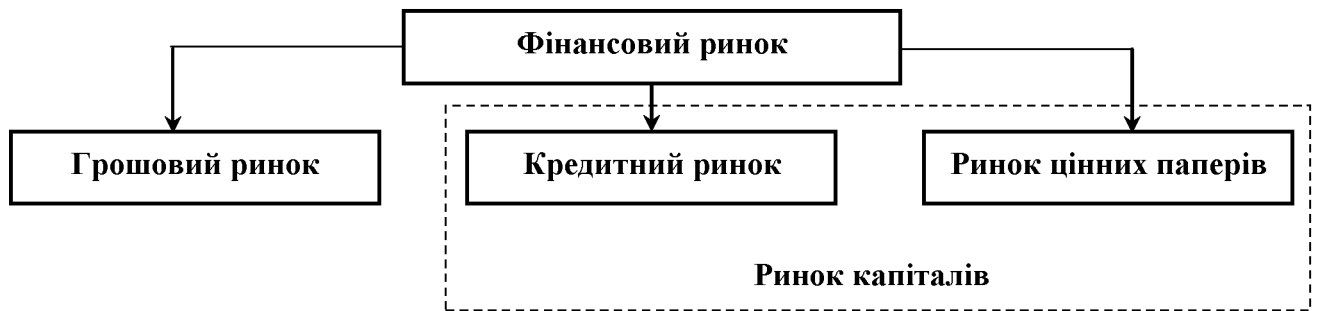


Рис. 1.3. Структура фінансового ринку за строками обігу фінансових інструментів

Ми поділяємо думку В.В.Корнєєва, який вважає, що “...грошовий ринок не тотожний ринку короткострокових інструментів, а ринок капіталів оперує не тільки довгостроковими активами... Метою руху фінансових активів (не тільки грошей) в короткостроковому періоді є забезпечення ліквідності ринку, а в довгостроковому – забезпечення потреб у розміщенні (інвестуванні) коштів. Для вирішення цих проблем можуть бути використані активи будь-якого вигляду – безвідносно до їх строкової характеристики” [64, с.38].

Таким чином, оскільки на ринку цінних паперів обертаються фінансові інструменти різних строків обігу, цей ринок є невід’ємною частиною і ринку грошей, і ринку капіталів. На підтвердження цього ми пропонуємо власну сегментацію фінансового ринку (рис. 1.4).

Підкреслимо, що більшість економістів ототожнюють фондовий ринок з ринком цінних паперів (РЦП). Ми поділяємо точку зору тих, хто розмежовує ці ринки. РЦП складається з фондового ринку та сфери обігу боргових інструментів з різними строками погашення. “Такими чином, ринок цінних паперів ширше фондового, хоча значення останнього є величезним” [107, с.315].

За характеристикою видів фінансових інструментів фінансовий ринок можна також сегментувати на ринки боргових, пайових і похідних інструментів.

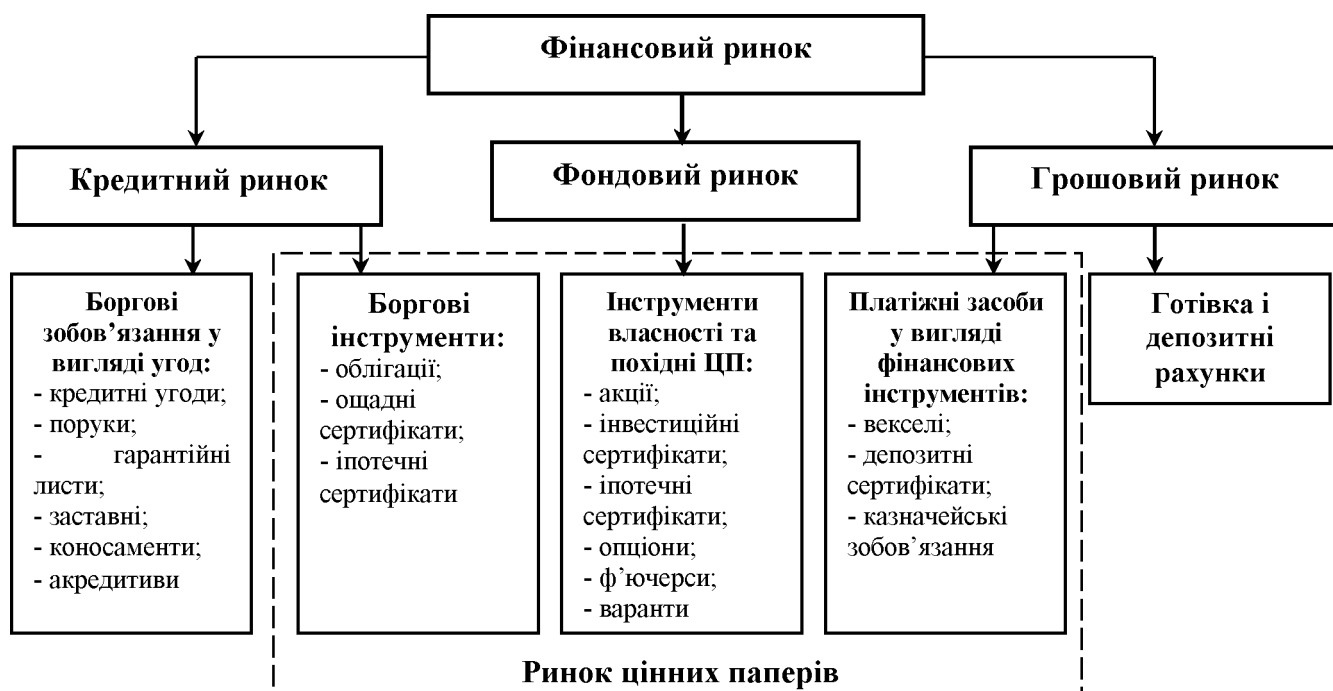


Рис. 1.4. Інструментальна сегментація фінансового ринку

Західні економісти в силу широкого розвитку фінансового ринку додають до цих інструментів також і гібридні інструменти, які важко віднести до якоїсь одної категорії, оскільки вони мають дещо ширші властивості. Як правило, вони утворюються на базі чотирьох ринків: процентних паперів, валютного, фондового і товарного. Останнім часом такі інструменти набули значного поширення, тому істотна частина фінансового інжинірингу присвячена саме ним.

На нашу думку, найбільш детальна класифікація фінансових інструментів закріплена у стандартах бухгалтерському обліку [84, 85, 97], де вони поділяються на фінансові активи; фінансові зобов'язання; інструменти власного капіталу; похідні фінансові інструменти.

Фінансові активи включають: грошові кошти, не обмежені для використання, та їх еквіваленти; дебіторську заборгованість, не призначену для перепродажу; фінансові інвестиції, що утримуються до погашення; фінансові активи, призначені для перепродажу; інші фінансові активи. Поширеними прикладами фінансових активів, що дозволяють отримувати кошти в

майбутньому, є векселі до отримання, позики до отримання, облігації до отримання.

Фінансові зобов'язання включають фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу, та інші фінансові зобов'язання. До них відносять кредиторську заборгованість постачальникам; векселі до сплати; облігації до сплати.

Інструменти власного капіталу – це будь-які контракти, що засвідчують право на частину в активах підприємства, яка залишається після вирахування сум за всіма його зобов'язаннями. Сюди відносять прості акції; привілейовані акції, що не підлягають обов'язковому викупу; варанти або опціони для передплати на прості акції чи придбання їх на підприємстві-емітенті; частки та інші види власного капіталу.

Похідний фінансовий інструмент – це інструмент, розрахунки за яким провадитимуться у майбутньому; вартість якого змінюється внаслідок змін процентної ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; який не потребує початкових інвестицій. Похідні фінансові інструменти включають ф'ючерсні контракти, форвардні контракти, опціони, свопи, варанти тощо.

Переважає більшість фінансових інструментів підпадає під поняття цінних паперів (ЦП). Аналізуючи наукові праці вітчизняних і зарубіжних економістів щодо фінансового інвестування, ми дійшли висновку, що не існує єдиного розуміння їх сутності.

Відомий дослідник М.А.Агарков зауважує, що теоретичне вивчення поняття ЦП розпочалося у 70-х роках XIX ст. у Німеччині. Під ЦП розуміли документ, подання якого є необхідним для здійснення втіленого у ньому права. Це право могло мати: зобов'язуючий характер (облігації, векселі); майновий з одночасним зобов'язанням (розпорядчі товарні документи); членський (акції) [2, с.1].

Відтоді законодавче та наукове тлумачення сутності ЦП не змінилося. Так, зважаючи на всю різноманітність сучасних визначень ЦП, більшість авторів практично завжди основними його ознаками вважають документарність і

засвідчення певних прав його власника. Для прикладу наведемо кілька визначень:

“...цінні папери – грошові або товарні документи, які дають їх власнику майнові права та право на одержання певних грошових сум, доходів” [123, с.377];

“цінний папір – це передусім грошовий документ, що засвідчує майнове право або відносини позики власника документу щодо особи, яка випустила цей документ” [140, с.9];

“...цінний папір означає законодавчо визнане засвідчення права на одержання очікуваних у майбутньому доходів за конкретних умов” [173, с.3].

Таким чином, ЦП виступають як юридична категорія, тому що вони визначають такі права: володіння ЦП; засвідчення майнових і обов’язкових прав; право управління; задоволення передачі або отримання власності.

ЗУ “Про цінні папери і фондову біржу” дає таке визначення ЦП: “Цінні папери – грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам” [45].

Таким чином, можна зробити висновок, що в українському законодавстві це визначення відображає не тільки юридичний, а й економічний аспект ЦП. Перш за все, економічна природа ЦП пов’язана з грошима. Вони виступають інструментом акумулювання грошових накопичень підприємств, банків, держави, що спрямовуються на відтворення.

Проведений нами аналіз літературних джерел показав дві протилежні точки зору на природу ЦП. Наприклад, марксисты стверджують, що ЦП мають фіктивну природу, а їх вартість має фіктивний характер; прихильники ж ринкових відносин заперечують наявність фіктивної вартості та стверджують, що за ЦП стоїть реальна вартість, відображена у ціні. К.Маркс зауважував, що “всі цінні папери, по суті, є не що інше, як накопичення домагання, юридичні

титули на майбутнє виробництво, грошова або капітальна вартість яких не представляє ніякого капіталу, як у випадку державного боргу, або регулюється незалежно від вартості реального капіталу, який вони представляють” [78, с.516-517]. Якщо розглядати ЦП як окрему економічну категорію у відриві від ринку, то з К.Марксом важко не погодитися. Насправді ж на ринку можна спостерігати відхилення поточної вартості ЦП від реальної, а за кожним ЦП стоїть господарська діяльність його емітента. Однак з цього є виняток – державні боргові зобов’язання, вартість яких базується на загальній ліквідності ринку і на виняткових правах держави здійснювати податкову політику. Тому державний борг є носієм фіктивної вартості. Це підтверджується обвалами ринків боргових зобов’язань в Європі, Росії, а також облігацій внутрішньої державної позики в Україні у кінці 90-х років XX ст.

Поняття ЦП є досить багатограним, оскільки економічні відносини, які він виражає, постійно розвиваються, що знаходить своє вираження у нових формах ЦП.

Зазначимо, що головним критерієм, у відповідності до якого грошові документи вважають ЦП, є їх законодавче закріплення, тобто грошові документи, не включені у законодавчий перелік ЦП і не відповідають встановленим у законі вимогам, не одержують правового статусу ЦП. Як зазначає О.М.Мозговий, “переліки цінних паперів, котрі є в законах різних країн, можуть бути закритими і відкритими, тобто такими, що не допускають включення в перелік будь-яких цінних паперів, і такими, що допускають таке включення. В Японії, наприклад, держава дуже пильно стежить за тим, щоб не збільшувався перелік цінних паперів, який налічує всього дев’ять позицій” [93, с.20].

У США за ЦП визнається велика кількість грошових документів: акції; облігації; казначейські зобов’язання або будь-який документ, що свідчить про визнання боргу; процентні і депозитні сертифікати; папери, що підтверджують участь у будь-яких прибуткових проектах та угодах; заставні; сертифікати участі у голосуючому трасті; опціони всіх видів та інші похідні папери. Таким

чином, американська нормативна база уникає теоретично спірних питань про економічну сутність ЦП, а відразу визначає документи, які такими вважаються. “Такий підхід виправдовується наявністю багатих традицій на ринку і відсутністю нормативного вакууму” [171, с.19].

У Німеччині, за аналогією з США, ЦП обмежені їх переліком: акції та облігації, а також інші ЦП, які походять від акцій або облігацій, при цьому похідні відокремлюються від ЦП в окремий клас.

Для вітчизняного РЦП характерна обмежена кількість фінансових інструментів, відомих у світовій практиці. До випуску та обігу в Україні допущені: акції; облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик; облігації місцевих позик; облігації підприємств; казначейські зобов'язання республіки; ощадні сертифікати; інвестиційні сертифікати; векселі; приватизаційні папери; заставні; іпотечні цінні папери [45].

З наведеного переліку видно, що до числа ЦП входять різнотипні документи, які відповідають ресурсам, права на які вони підтверджують. Система відповідності ресурсів конкретним видам ЦП, що знаходяться в обігу в Україні, має такий вигляд (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Відповідність ресурсів ЦП

Вид ресурсів	Види ЦП
Гроші, іноземна валюта	Облігації, казначейські зобов'язання, векселі, депозитні сертифікати, ощадні сертифікати, ф'ючерсні контракти, опціони
Нерухоме майно	Акції, інвестиційні сертифікати, заставні, іпотечні сертифікати
Продукція	Векселі, ф'ючерсні контракти, опціони
ЦП	Ф'ючерсні контракти, опціони, варанти,

Існує велика кількість класифікацій ЦП, що викликане різноманітністю їх видів. Нами запропоновано класифікацію, яка складена відповідно до чинного законодавства і видається нам найбільш повною (рис. 1.5).



Рис. 1.5. Класифікація цінних паперів за різними ознаками

Основою класифікації ЦП за економічною природою є те, що всі вони опосередковують відповідні економічні відносини – співвласності або кредитні.

За економічним статусом ЦП поділяють на фондові та комерційні. Перші вільно знаходяться в обігу на фондовому ринку. Зазвичай їх поділяють на ЦП першого і другого порядків. Перші використовуються для формування і нарощення капіталу, а також отримання доходу; другі є похідними. Комерційні ЦП вважаються паперами третього порядку, оскільки вони опосередковують товарні відносини. У певному розумінні комерційні ЦП є кредитними грошима і лише частково слугують для інвестування капіталу.

У залежності від типу прав, що реалізують ЦП, їх прийнято поділяти на ЦП, які: засвідчують майнові права; дають право на участь в управлінні; містять грошові вимоги.

Права можуть належати пред'явнику ЦП; вказаній у ЦП особі; вказаній у ЦП особі, яка може самостійно здійснити ці права або призначити своїм розпорядженням (наказом) іншу особу. У зв'язку з цим за типом переказу майнових прав, тобто форми виплати доходу, розрізняють такі ЦП: іменні, на пред'явника і переказні.

За способом виплати доходу ЦП можна поділити на ЦП з фіксованою, плаваючою процентною ставкою і доходом, що залежить від розміру прибутку емітента. До першої групи відносять ЦП, за якими виплачується дохід у вигляді нарахованих процентів, розмір яких був встановлений у момент емітування ЦП. Щодо привілейованих акцій, які завжди вважалися ЦП з фіксованою ставкою доходу, то останнім часом з'являються нові їх види, за якими сплачуються плаваючі або кориговані дивіденди. До другої групи відносять облігації зі змінними процентними виплатами, розмір яких залежить від результатів роботи емітента, облікової ставки НБУ або процентних ставок на міжбанківському ринку кредитів. І, нарешті, до третьої групи належать ЦП, дохід за якими прямо залежить від розміру прибутку емітента.

З урахуванням правового статусу емітента ЦП діляться на три групи: державні, муніципальні й недержавні. Державні ЦП у більшості випадків є

борговими і випускаються державою. До муніципальних ЦП відносять боргові зобов'язання місцевих органів влади. Недержавні ЦП представлені корпоративними (емітент – юридична особа) і приватними ЦП (емітент – фізична особа). Зазвичай, корпоративні ЦП випускаються при заснуванні акціонерного товариства і розміщенні акцій серед засновників; збільшенні розмірів статутного капіталу товариства; залученні позикового капіталу шляхом випуску облігацій. Приватними ЦП згідно з українським законодавством можуть бути тільки векселі.

Підкреслимо, що нами була запропонована найбільш загальна класифікація ЦП, однак кількість типів, видів, різновидів і модифікацій ЦП значно більша, ніж це дозволяє зробити наше дисертаційне дослідження. Наприклад, ЦП можна класифікувати за ознакою дроблення, можливостями обігу, забезпеченням, формою випуску, способом розповсюдження, можливостями викупу, погашення, оподаткування тощо.

У додатках А і Б наведена класифікація акцій і облігацій як найбільш розповсюджених інструментів фінансового інвестування.

Фінансовими інструментами, передбаченими чинним законодавством України для інвестування активів інституційних інвесторів, є: 1) банківські депозитні рахунки; 2) ощадні сертифікати; 3) державні ЦП; 4) ЦП органів місцевого самоврядування; 5) акції; 6) облігації підприємств (додаток В).

При цьому зазначимо, що у 2002 р. на фінансовому ринку України функціонувала така кількість інвестиційних інститутів: 189 комерційних банків (157 банків мають ліцензію на здійснення банківських операцій; 136 – АТ, 21 – ТОВ), з яких 20 банків створено за участю іноземного капіталу (7 банків – зі 100-процентним іноземним капіталом); 338 страхових компаній (страхових брокерів), з яких 36 – створено за участю іноземного капіталу та 13 – за участю держави; 13 інститутів спільного інвестування; 35 недержавних пенсійних фондів.

Традиційним інструментом фінансового ринку для цих інститутів є банківські депозити, оскільки їх інвестиційна привабливість забезпечується високою ліквідністю вкладень і високою гарантованою дохідністю.

Однак зазначимо, що ця форма інвестування підпадає під дію системних фінансових ризиків, пов'язаних із знеціненням грошової одиниці та зміною банківського проценту. До того ж, “існує стійка залежність між рівнем надійності банківських депозитів, рівнем дохідності за банківськими депозитами та показниками стабільності фінансової системи. Дострокове вилучення строкових депозитів у зв'язку з очікуванням інфляційних процесів також призводить до втрати доходів внаслідок застосування знижених депозитних ставок” [159, с.46].

У 2002 р. порівняно з попереднім роком середньорічні ставки для юридичних осіб в національній валюті – знизилися на 3,4% до 7,8% річних, а в іноземній валюті – зросли на 0,4% до 6,0% річних (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Середньозважені процентні ставки банків України за депозитами, %¹

	У національній валюті	В іноземній валюті
1992	68,0	-
1993	187,3	-
1994	171,0	-
1995	61,2	-
1996	34,3	-
1997	18,2	-
1998	22,3	9,7
1999	20,7	9,0
2000	13,5	5,8
2001	11,2	5,6
2002	7,8	6,0

¹ Примітка. Складено за даними [16]

Дохідність українських банківських депозитів в умовах дефляції (індекс споживчих цін у 2002 р. склав 99,4%) підтверджує прийнятність цього фінансового інструменту як об'єкта інвестування активів інституційних інвесторів і в гривневому, і у валютному еквівалентах. Якщо ж темпи інфляції зростуть, то виникнуть ризики втрати вартості частини депонованих коштів на строкових депозитах через невідповідність рівня договірних процентів за

депозитами фактичному рівню інфляції та неможливості оперативного переведення коштів у більш інфляційно захищені активи. Зі зростанням абсолютної суми таких депозитів відбувається зростання відповідних ризиків і негативних наслідків для кредитора.

Зауважимо, що найбільшу частку в інвестиційному портфелі будь-якого інституційного інвестора мають становити ЦП. В Україні почався процес трансформації ринку пайових фінансових інструментів у ринок боргових (додаток Д). Так, основною тенденцією РЦП у 2002 р. стало збільшення виконаних угод порівняно з 2001 р. з облігаціями підприємств і ощадними сертифікатами у 2,4 рази. З'явилися нові фінансові інструменти – казначейські зобов'язання. При цьому обсяг виконаних угод з акціями за цей же період збільшився у 1,8 рази, деривативами – у 1,9 рази, а з векселями – у 1,7 рази.

Таблиці 1.3 і 1.4 наочно демонструють ситуацію з випуском ощадних сертифікатів українськими банками. Проаналізувавши їх дані, можна зробити такі висновки:

1. Обсяги випусків ощадних сертифікатів значно поступаються обсягам випуску інших боргових ЦП. Так, у 2002 р. ДКЦПФР зареєструвала випусків облігацій підприємств на суму 4,275 млрд грн, а Міністерство фінансів України продало облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) на суму 2,85 млрд грн.

2. Обсяги випуску ощадних сертифікатів мають тенденцію до збільшення, що відповідає загальній тенденції 2002 р. до збільшення обсягів коштів підприємств, організацій і населення у банках (обсяги вкладів у 2002 р. зросли майже на 47% порівняно з 2001 р.).

3. З аналізу валютної структури випуску ощадних сертифікатів видно, що, якщо на 01.01.02 55% усього обсягу випуску було номіновано у вільноконвертованій валюті, то на 01.01.03 – тільки 32%. Це свідчить про збільшення довіри до гривні й більшу дохідність гривневих вкладів.

Таблиця 1.3

Обсяги випуску ощадних сертифікатів банками України¹

	Сума, млн грн					
	Усього		Національна валюта		ВКВ	
	01.01.02	01.01.03	01.01.02	01.01.03	01.01.02	01.01.03
Ощадні сертифікати, усього	320,1	617,3	145,7	417,8	174,4	199,5
Розміщені серед юридичних осіб	32,2	262,9	14,1	222,4	18,1	40,5
Розміщені серед фізичних осіб	77,2	136,0	39,3	94,9	37,9	41,1
На пред'явника	210,6	218,4	92,3	100,6	118,3	117,9

¹ Примітка. Складено за даними НБУ

Таблиця 1.4

Структура випуску ощадних сертифікатів за категоріями інвесторів, %¹

	Усього	
	01.01.02	01.01.03
Розміщені серед юридичних осіб	10,1	42,6
Розміщені серед фізичних осіб	24,1	22,0
На пред'явника	65,8	35,4
Ощадні сертифікати, усього	100	100

¹ Примітка. Складено за даними табл. 1.3

Перевагою ощадного сертифіката є незмінність процентної ставки на весь строк дії як для юридичних, так і для фізичних осіб. Сьогодні більшість банків у депозитні договори, особливо на строк більше року, вносять пункт про можливість зміни ставки на свій розсуд. Тому при вкладенні коштів на строк більше року клієнту надійніше купити ощадний сертифікат – депозитні ставки за гривневими вкладами хоча повільно, але постійно знижуються.

У більшості країн світу надійними та високоліквідними є державні ЦП, які вважаються еталоном безризикових вкладень. В Україні не вистачає інструментів з подібними характеристиками. Але відкрити “коротку позицію” на півроку в ОВДП можуть і банки, і страховики, і пенсійні фонди. Якщо купувати облігації на строк від 2 до 10 років, то тут виникають курсові ризики, оскільки стабільність гривні на сьогоднішній день має більше кон'юктурний, ніж загальноекономічний характер.

Обсяг виконаних угод з ОВДП у 2002 р. майже не змінився за умови, що на спеціалізованих аукціонах їх було реалізовано на суму 2,85 млрд грн, а це у 2,4 рази більше відповідного показника 2001 р. Насамперед, це пояснюється тим, що банки надали перевагу зберіганню їх аж до терміну погашення і неактивним операціям на вторинному ринку.

Зазначимо, що особливістю функціонування вітчизняного ринку державних ЦП з початку його формування було істотне завищення дохідності державних облігацій (рис. 1.6). І вже у 2002 р. ставки дохідності на первинному ринку ОВДП встановились на рівні 10,81% річних (у 2000 р. ставки коливалися у межах 16,5-25%, у 2001 – 13,0-14,5% річних).

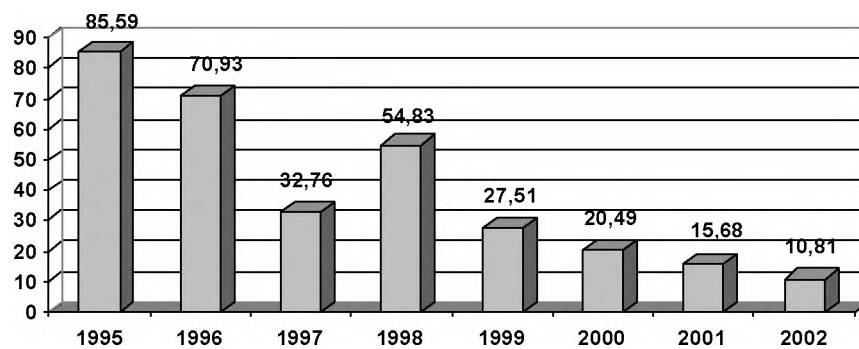


Рис. 1.6. Середньозважена ставка дохідності за ОВДП, % річних

(складено за даними [16])

З початку 2003 р. на аукціони виставляються ОВДП строком обігу три місяці, шість місяців, одинадцять місяців та півторарічні облігації без обмеження обсягів. Тримісячні облігації продаються з дохідністю 7,32%, шестимісячні – 7,9%. Одинадцятимісячні ОВДП з дохідністю 9,2% річних пропонуються інвесторам вперше, але враховуючи строк обігу цих ЦП, погашення їх припадає на 2004 р. Очевидно, саме через це інвесторів вони не приваблюють. Щодо півторарічних облігацій, то підвищення їх дохідності до 10,5% також не приваблює інвесторів, а аукціони з їх продажу кілька разів вважалися такими, що не відбулись. На нашу думку, причину слід шукати у низькій ліквідності банківської системи. Доказ тому – зростання процентних

ставок на міжбанківському кредитному ринку до 5-12% за строками до місяця. Тому ОВДП на строк півроку і більше попитом не користуються.

Протягом 2000-2002 рр. не було зареєстровано жодної емісії облігацій місцевих позик. Причина – негативний досвід випуску цих облігацій у попередні роки, зокрема факти дефолту у м. Одесі та деяких інших регіонах.

Попередні випуски облігацій місцевих позик здійснювались протягом 1995-1998 рр. 14 емітентами – місцевими органами влади АР Крим, Дніпропетровської та Херсонської області, міст Донецька, Маріуполя, Запоріжжя, Києва, Броварів, Львова, Одеси, Полтави, Кременчука, Комсомольська, Харкова. Загальна номінальна вартість облігацій місцевих позик усіх емісій по Україні склала близько 315,3 млрд грн, а обсяг розміщення – 217,5 млрд грн. Термін обігу всіх цих інструментів вже закінчився, причому повністю погашеною була лише одна позика – Броварської міської влади.

Збільшення обсягу угод з акціями відбувається за рахунок торгівлі акціями різних емітентів, тобто вони користуються періодичним попитом, оскільки процес приватизації ще триває. Так, “у 1999 р. торгівці здійснювали угоди з акціями 3 895 емітентів, у 2000-му – з акціями 4 814, у 2001-му – 4 254, у 2002 р. – 4 583 емітентів. Причому, акції лише 1 322 емітентів були предметом угод кожного року...” [30, с.9].

У 2002 р. обсяг вторинних торгів акціями у Першій фондовій торговельній системі (ПФТС) зменшився на 51% порівняно з 2001 р. Ціни на акції окремих емітентів (“блакитних корінців”) були істотно знижені: “...ВАТ “Дніпроенерго” – з 300 дол. США у жовтні 1997 р. до 15 дол. США у грудні 2002 р.; ВАТ “Західенерго” – з 50 дол. США у жовтні 1997 р. до 5 дол. США у грудні 2002 р.; ВАТ “Центренерго” – з 2 дол. США у жовтні 1997 р. до 0,25 дол. США у грудні 2002 р.” [159, с.52].

Відсутність привабливих фінансових інструментів – головний недолік українського ринку цінних паперів. Так, якщо у 2000 р. фондовий ринок мав 7 “блакитних корінців” (“Укрнафта”, “Стірол”, “Донбасенерго”, “Дніпроенерго”, “Центренерго”, “Западенерго”, “Київенерго”), то у 2001 р.

тільки один – “Укрнафту”. У 2002 р. динаміку індексу ПФТС забезпечили ЦП знову ж таки семи АТ: “Западенерго”, “Нижньодніпровський трубопрокатний завод”, “Дніпроенерго”, “Стірол”, “Укрнафта”, “Западенерго” та “Київенерго”.

Індикаторами розвитку ринку акцій є капіталізація та оборот цього ринку. Як видно з табл. 1.5, капіталізація ринку акцій у ВВП у 2002 р. склала лише 10,56%, тоді як російські показники наближаються до світових аналогів (32,46% ВВП).

Таблиця 1.5

Капіталізація і обсяг ринків акцій в країнах СНД за 2002 р. (% від ВВП) ¹

	Капіталізація ринку акцій	Оборот акцій
Росія	32,46	13,25
Молдова	24,59	0,48
Білорусь	0,00	0,003
Казахстан	5,58	1,65
Україна	10,56	0,28
Грузія	3,28	0,12
Вірменія	0,44	0,06
Узбекистан	0,40	0,20
Киргизія	0,35	1,34
Азербайджан	0,00	0,01
Таджикистан	0,00	0,00
Туркменістан	0,00	0,00

¹ Примітка. Складено за даними [76]

Вкладення коштів в українські акції є дуже ризикованими, оскільки ринок цих інструментів має низьку капіталізацію та недооцінку окремих активів. Крім того, порушуються права акціонерів, що не дозволяє розглядати акції навіть потужних підприємств як об’єкти для інвестування.

Зазначимо, що “2002 рік так і не дав жодного прикладу публічного розміщення акцій на організованому ринку з метою залучення не інвесторів, а їх грошей. А у 2002 році ДКЦПФР зареєстровано нових випусків акцій на суму, яка перевищує 12 млрд грн. Представники ДКЦПФР стверджують, що не менше 40% від цієї величини – це залучення реального капіталу, хоча “нові” випуски акцій були розміщені серед наперед відомих емітенту інвесторів” [136, с.28].

Акції в Україні є ненадійними ще й тому, що майже кожне друге АТ в Україні є збитковим. Серед АТ, пакети акцій яких перебувають під управлінням держави, збиткових підприємств удвічі більше, ніж у середньому по Україні. Ці обставини виводять таких емітентів за межі кола навіть потенційних об'єктів інвестування.

Існує високий рівень заборгованості підприємств між собою та перед бюджетом за податками й іншими обов'язковими платежами. Так, на 01.01.03 сума кредиторської заборгованості склала 302,7 млрд грн, дебіторської – 239,8 млрд грн, або порівняно з аналогічним періодом попереднього року зросла відповідно на 7,2% та 8,8% [155, с.252], через що значно збільшується імовірність ризику банкрутства АТ і, відповідно, втрат для інвестора.

Врахування та усунення причин, що знижують надійність акцій як об'єктів інвестування дозволить істотно підвищити їх інвестиційну привабливість з огляду на існуючу недооцінку вартості цих інструментів.

У 2001 р. в Україні розпочато формування ринку корпоративних облігацій, які, як свідчить досвід більшості розвинених країн, здебільшого купують саме інституційні інвестори. Це твердження вірне і для ринків, що розвиваються.

Якщо торги з акцій проводилися в основному у межах операцій з купівлі-продажу контрольних пакетів або їх акумуляції, то торги з облігаціями пройшли досить успішно. На початку 2002 р. у ПФТС котирувалися облігації лише чотирьох емітентів, а в кінці року у лістингу цієї системи знаходилося вже понад 25 емітентів облігацій.

За підсумками 2002 р. загальний обсяг торгів корпоративними облігаціями склав понад 2,16 млрд грн, збільшившись порівняно з попереднім періодом на 243%, а з 1999 р. – на 8 475%. Щодо темпу зростання операцій з усіма ЦП, то він склав відповідно 159 та 650% (див. додаток Д).

Таким чином, розвиток ринку корпоративних облігацій відповідає загальним тенденціям розвитку національного РЦП, причому темпи зростання операцій з цими інструментами є випереджаючими порівняно з темпами зростання загального обсягу операцій з усіма ЦП.

Однак, незважаючи на швидке зростання ринків цих інструментів в Росії і Україні, у масштабах економіки їх ринки значно відстають від ринку корпоративних облігацій Казахстану (табл. 1.6).

Таблиця 1.6

Обсяги ринків корпоративних облігацій в країнах СНД у 2002 р. ¹

	USD млн		У % від ВВП	
	2001	2002	2001	2002
Казахстан	560,49	592,66	2,58	2,46
Росія	2230,07	3426,53	0,74	1,00
Україна	64,73	138,38	0,17	0,33
Киргизія	2,31	3,65	0,15	0,22
Узбекистан	0,15	5,06	0,00	0,07
Молдова	0,00	0,98	0,00	0,06
Азербайджан	0,00	0,60	0,00	0,01
Вірменія	0,00	0,00	0,00	0,00
Білорусь	0,00	0,00	0,00	0,00
Грузія	0,00	0,00	0,00	0,00
Таджикистан	0,00	0,00	0,00	0,00
Туркменістан	0,00	0,00	0,00	0,00

¹ Примітка. Складено за даними [76]

У більшості розвинених країн обсяг ринку корпоративних облігацій складає не менше 10% ВВП, а може досягати і 70-80% ВВП. Ця обставина свідчить про недостатній розвиток ринків таких інструментів у всіх країнах СНД. Однак якщо порівнювати ринки Казахстану, Росії, України і Киргизії, то вони наближаються до ринків корпоративних облігацій країн, що розвиваються. Наприклад, у 2002 р. у Бразилії він склав 2,8% ВВП, у Мексиці – 1,9%, в Індії – 1,3% ВВП.

Динамічний розвиток ринку корпоративних облігацій в Україні створив вагому конкуренцію єдиному способу отримання підприємством реальних коштів – банківському кредиту. Сьогодні цей ринок переважає ринок кредитних ресурсів за розміром коштів, які може залучити підприємство; строком залучення; розміром процентної ставки; періодичністю сплати процентів та обсягом необхідного забезпечення.

Як показує статистика, середній рівень дохідності корпоративних облігацій (строком обігу до одного року) на первинному ринку складає 15-18% річних,

тобто він є конкурентним порівняно з депозитними ставками надійних українських банків (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

Усереднені показники депозитних ставок українських КБ і процентів за корпоративними облігаціями ¹

	3 місяці		6 місяців		12 місяців	
Валюта	\$	грн	\$	грн	\$	грн
Дохідність депозитів, %	5-6	15-18	7-7,5	18-20	8-9	21-22
Дохідність облігацій, %	–	18-19	8-9	18-22	11-12	20-27

¹ Примітка. Складено за даними НБУ і ДКЦПФР

Привабливість корпоративних облігацій для інституційних інвесторів забезпечується також: фіксованим процентом, що забезпечує достатньо прогнозований грошовий потік (у межах року); диверсифікацією інвестування грошових коштів; можливістю передачі облігацій у заставу; можливістю дострокового повернення коштів; отриманням торгового доходу за облігаціями у складі інвестиційного портфеля.

Однак існують і перепони для збільшення кількості інвесторів на ринку цих інструментів через невеликі обсяги привабливих облігаційних позик, а також невисоку інформованість про можливості ринку корпоративних облігацій.

На Заході корпоративні облігації поділяться на два класи – інвестиційні облігації емітентів з високою кредитоспроможністю та високодохідні облігації емітентів з низькою кредитоспроможністю (сміттєві облігації). Ми вважаємо, що, з одного боку, українські облігації є інвестиційними, оскільки статистика дефолту за ними дорівнює 0% (це кращий за світові аналоги показник частоти дефолтів, що склав у 2002 р. 0,5%), а з іншого, – вітчизняні облігації є сміттєвими у зв'язку з низьким кредитним рейтингом України за шкалою S&P. Єдиним винятком можна вважати банківські облігації через високу капіталізацію українських банків та їх низькі кредитні ризики.

Таким чином, кожний із сегментів фінансового ринку має не тільки різний ступінь реалізації в сучасних умовах, але й великий потенціал. Найбільш

розвиненим є ринок депозитів. Ринок державних ЦП зазнає відновлення після кризи 1998 р., а ринок корпоративних ЦП (акцій і облігацій) знаходиться у стані становлення.

У цілому ж зазначимо, що перелік дозволених для інвестування активів інституційних інвесторів фінансових інструментів на даний час є недостатнім і потребує значного доопрацювання та вдосконалення. ЗУ “Про цінні папери і фондову біржу” був прийнятий більше десяти років, коли мало хто розумів, що таке ринок цінних паперів. До переліку ЦП було віднесено всього сім інструментів, оскільки за цим нормативним актом їх перелік вказаний як вичерпний.

Як показала практика функціонування РЦП, приблизно до 1995 року цих семи видів ЦП цілком вистачало всім учасникам ринку. Але згодом на Українській фондовій біржі з’явилися ЦП, яких у законодавчому переліку не було – похідні ЦП (ф’ючерси на валютні курси). Так само з 1996 до 1999 рр. “поза законом” проходила торгівля компенсаційними сертифікатами (юридично вони не були ЦП), а у 2000 р. була зареєстрована емісія ще одного позазаконного інструмента – опціонів “Укртелекому” [56, с.20-21].

Безперечно, інструментарій фінансового інвестування є визначальним для будь-якого інвестора, в тому числі й інституційного. При цьому прийняття інвестиційних рішень є надзвичайно складним завданням через те, що більшість принципів інвестування має загальний характер і деякі питання інвестування є специфічними для конкретного інвестора. Тож існує необхідність зосередити увагу на процесі систематичного перегляду інституційними інвесторами своїх цілей і обмежень відповідно до нагальних обставин.

1.3. Управління процесом фінансового інвестування

Сьогодні в Україні з’явилась велика кількість фундаментальних досліджень [157, 173, 184, 185, 186, 187, 201], робіт провідних зарубіжних і вітчизняних вчених [12, 13, 17, 24, 51, 73, 80, 90, 104, 157], присвячених проблемам

інвестиційного менеджменту. Однак здебільшого науковці розглядають особливості та інвестиційні цілі інституційних інвесторів у кінці, після викладення інвестиційних стратегій. На нашу думку, такий підхід є невірним. Інвестиційні менеджери управляють активами фінансових інститутів відповідно до визначених цілей, які у більшості випадків визначаються специфікою зобов'язань кожного інституту. Тому "...вибір менеджером інвестиційних інструментів і стратегій має сенс лише у контексті коректного врахування проблеми співвідношення активів і зобов'язань" [157, с.IX]. Через цю обставину ретельне попереднє обґрунтування інвестиційних цілей, їх особливостей, а також обмежень, що притаманні процесу управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів, є необхідним для вірного розуміння суті інвестиційних стратегій.

Отже, на основі аналізу різноманітних моделей можна запропонувати такий алгоритм процесу управління фінансовими інвестиціями: 1) постановка цілей інвестування; 2) формування інвестиційної політики з урахуванням нормативних обмежень; 3) вибір портфельної стратегії; 4) моніторинг і корегування інвестиційного портфеля за необхідністю.

Головними цілями інвестора є дохідність, безпека вкладень, зростання капіталу і ліквідність [100, 102].

Дохідність представляє собою можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з дивідендів, процентів за ЦП, курсової різниці або частки чистого прибутку суб'єкта господарювання. Основним показником при визначенні дохідності тих або інших ЦП є ставка дивіденду компанії, що порівнюється із середньою процентною ставкою за довгостроковими вкладеннями населення і депозитами підприємств. Коли відношення цих показників менше одиниці, то дохідність таких ЦП буде недостатньою. Дохідність фінансових інструментів за певний період часу можна визначити шляхом відношення загальної суми доходу до ціни придбання даного інструменту.

Другою важливою інвестиційною метою є безпека капіталу, яка знаходить своє вираження у збереженні величини капіталу для одержання майбутніх доходів. Тут потрібно підкреслити, що безпека капіталу означає дещо більше, ніж звичайне збереження обсягу капіталу. Вона також означає захист купівельної сили фінансових інструментів і здатність емітента нести відповідальність перед інвестором за залучені кошти.

Звичайно, безпека капіталу тісно пов'язана з ризиком, що виникає при вкладанні коштів у фінансові інструменти. Західні економісти розрізняють дві категорії ризику, що складають у підсумку загальний ризик інвестицій: систематичний і несистематичний ризики. Види основних інвестиційних ризиків для інституційних інвесторів ми навели на рис 1.7. Зазначимо, що перерахувати всі можливі конкретні ризики не видається можливим, оскільки їх кількість постійно зростає.

Як правило, повністю позбутися дії ризиків не можна, однак ними можна управляти. Усі відомі у світовій практиці фінансового інвестування способи боротьби з ризиками ми можемо віднести до внутрішніх способів (диверсифікація; лімітування; спеціальні механізми торгівлі та укладання угод, що знижують імовірність втрат за рахунок ускладнення і подорожчання технічних процедур; управління активами і пасивами; отримання додаткової інформації) і до зовнішніх способів (перенесення ризиків на іншу особу за допомогою гарантій або страхування; розподіл ризиків між великою кількістю осіб ("диверсифікація навпаки"; хеджування) [57, с.284-285].

Найбільш складним і необхідним способом зниження ризиків для інституційних інвесторів є управління активами і пасивами, яке більшою мірою зумовлює вибір ними інвестиційної стратегії. Пасив – це платіж, що має здійснити інституційний інвестор (емітент зобов'язання) у певний період часу відповідно до контракту за зобов'язанням. Для фінансового інституту вагомими є обидві характеристики зобов'язання: сума платежу і момент часу, коли

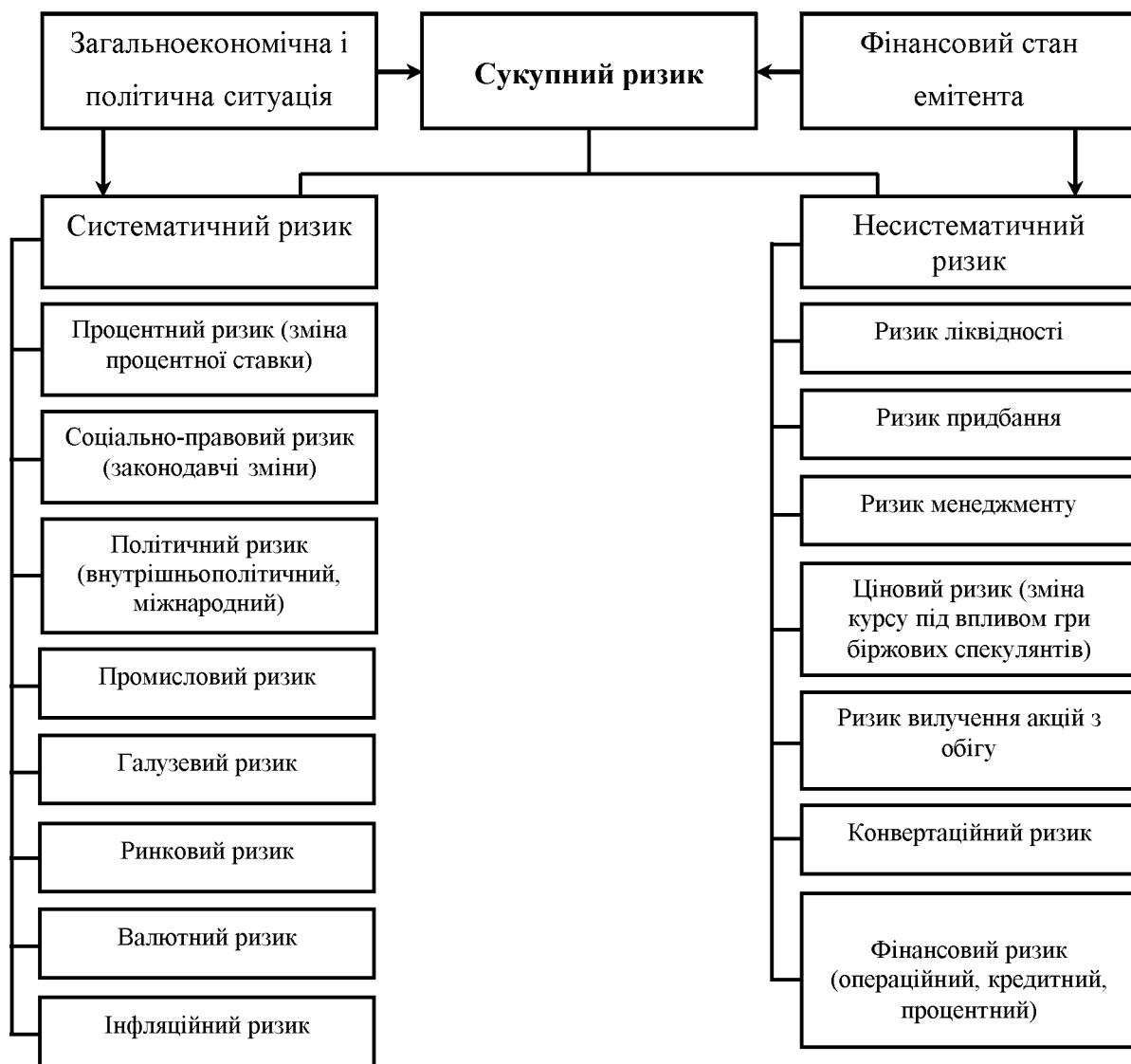


Рис. 1.7. Класифікація ризиків інвестування

відбувається виплата цієї суми. Зобов'язання можна класифікувати за ступенем невизначеності їх величини і часу виплати (табл. 1.8).

Таблиця 1.8

Класифікація зобов'язань інституційних інвесторів [157, с.141]

Тип зобов'язання	Сума виплат	Час виплат
1	Відома	Відомий
2	Відома	Невідомий
3	Невідома	Відомий
4	Невідома	Невідомий

Зобов'язання першого типу відрізняються тим, що сума і час виплат відомі достовірно. Вони притаманні банкам, а також страховим компаніям із страхування життя, якщо останні пропонують гарантований інвестиційний контракт (зобов'язання виплатити певну гарантовану процентну ставку за певний час). До зобов'язань другого типу відносять зобов'язання, за якими відомі суми виплат, але невідомі їх строки (наприклад, поліси страхування життя). У зобов'язань третього типу відомим є час виплати, але невідомий її розмір, наприклад, дворічний депозитний сертифікат з плаваючою процентною ставкою. Зобов'язання четвертого типу не мають ні дати, ні суми виплати (більшість страхових і пенсійних зобов'язань).

Через те, що для більшості зобов'язань суми та строки виплати є наперед невідомими, інвестор повинен завжди мати достатньо коштів для виконання поточних зобов'язань. Крім того, потрібно мати на увазі, що власник зобов'язання може вимагати його дострокового виконання, навіть за умови накладання штрафу. Фінансовим інститутам також доводиться стикатися з вірогідністю зниження платіжних надходжень. Для банку – це скорочення надходження коштів на депозити, для страховика у результаті скорочення продажі полісів – зменшення надходжень премій, для інституту спільного інвестування – неможливість залучення нових акціонерів або пайовиків.

Таким чином, інституційний інвестор повинен одержати від інвестованого капіталу адекватну дохідність, а також підтримувати прийнятний рівень перевищення активів над зобов'язаннями або надлишок. Діяльність інвестора для досягнення зазначених цілей має назву управління співвідношенням активів і пасивів, або управління надлишком (surplus management), яке включає вибір певного співвідношення ризику зниження надлишку і ризику забезпечення очікуваного рівня дохідності інвестованих коштів.

Наприклад, в США розраховується три типи надлишку: офіційний (розраховується тільки інституційними інвесторами, які знаходяться у підпорядкуванні органів штату або федерального рівня), економічний і бухгалтерський. Економічний надлишок – це різниця між ринковою вартістю

активів і приведеною вартістю зобов'язань. Щодо сучасної портфельної теорії, то її аналіз дає нам змогу зробити висновок, що при формуванні оптимального портфеля активів акцент робиться на максимізації дохідності активів і не приділяється достатньої уваги зобов'язанням. Розрахунок бухгалтерського (облікового) надлишку базується на звітах про фінансовий стан інституційного інвестора. Відповідно до правил фінансової звітності активи можуть оцінюватися за балансовою або ринковою вартістю залежно від того, як вони класифікуються.

Третім важливим бажаним завданням інвестора є зростання капіталу, коли вартість початкових інвестицій з часом зростає. Найбільші можливості для реалізації цієї мети слід очікувати від вкладень в “акції зростання” та акції молодих компаній, які впроваджують нові технології і ноу-хау. Зростання капіталу на середньому рівні забезпечують довгострокові облігації і привілейовані акції, а найнезначніше – короткострокові облігації. Приріст капіталу є необхідним для того, щоб зробити більш привабливими для інвестора довгострокові ЦП, а також для надання гнучкості управлінню інвестиціями.

І, нарешті, четверта інвестиційна мета — ліквідність, яка є бажаною при формуванні портфеля, оскільки дозволяє інвестору не лише швидко продати фінансові інструменти, але і не втратити у ціні в певних ситуаціях. Гострою проблемою українського РЦП є саме відсутність ліквідності у великій кількості ЦП, і це значною мірою стримує розвиток вторинного ринку. Як наслідок, ліквідність цих інструментів повинна забезпечуватися самими емітентами або торговцями-посередниками. І оскільки для інвестора існує небезпека невиконання емітентом або посередником своїх зобов'язань, таку ліквідність можна назвати штучною.

Зазначимо, що перераховані конкретні інвестиційні цілі значною мірою є альтернативними. З одного боку, інституційні інвестори намагаються збільшити ліквідність, а з іншого – дохідність. Збільшуючи свої доходи, вони можуть піддавати себе і своїх вкладників різноманітним ризикам, через що виникає загроза ліквідності. Якщо під безпекою розуміти спроможність інвестора

зберігати себе у якості діючої економічної одиниці, то для її досягнення потрібно враховувати інтереси трьох сторін – акціонерів, вкладників і органів регулювання. Звичайно, достатньо зважені дії інвестиційних менеджерів можуть практично виключити будь-які ризики, однак тут не досягається така мета, як дохідність. Порівняння інституційних інвесторів за притаманними їм цілями наведене у табл. 1.9.

Таблиця 1.9

Інвестиційні цілі інституційних інвесторів

Тип інвестора	Вимоги до дохідності	Схильність до ризику	Ліквідність	Горизонт
Комерційний банк	Процентний спред	Змінна	Низька	Короткий
Страхова компанія зі страхуванням життя	Виконання всіх зобов'язань за проданими страховими полісами і одержання доходу	Консервативна	Низька	Тривалий
Страхова компанія, що займається страхуванням, іншим ніж страхування життя			Висока	Короткий
Інститут спільного інвестування	Залежить від об'єктів вкладень	Змінна	Низька/висока	Короткий/тривалий
Недержавний пенсійний фонд	Майбутні надходження, що акумулюються інвестиційним портфелем, мають достатньою мірою забезпечувати виконання зобов'язань	Залежить від наближення терміну виплат	У молодості – низька; у зрілому віці – висока	Тривалий

Банк акумулює активи за допомогою депозитних операцій, а потім накопичені кошти інвестуються у ринкові ЦП або видаються у вигляді кредитів. Інвестиційна мета у цьому випадку полягає у тому, щоб дохідність інвестицій була вищою за вартість залучених коштів. Вона також повинна бути вища за

дохідність кредитних операцій через надання кредитів на більш тривалі строки порівняно з ЦП.

Конкурентами банків у залученні заощаджень усіх верств населення сьогодні стають страхові компанії і пенсійні фонди через надання спеціальних послуг, які не можуть надати банківські установи, активний розвиток РЦП, а також зростання доходів населення. Так, у Великобританії на частку страхування у ВВП припадає більше 88,9%, а пенсійні фонди акумулюють 101% ВВП. У більш розвинених країнах колишнього соціалістичного табору частка страхових компаній і пенсійних фондів складає в середньому майже 12% ВВП. В Україні ж їх частка залишається дуже незначною (табл. 1.10).

Таблиця 1.10

Активи небанківських фінансових установ на червень 2000 р. (% до ВВП) ¹

Країна	Інвестиційні фонди	Пенсійні фонди	Страхові компанії	Всього
США	55,2	89,9	43,1	188,2
Великобританія	29,3	101,0	88,9	219,2
Німеччина	22,7	13,0	31,9	67,6
Чеська республіка	6	2	9	17
Угорщина	4	4	3	11
Польща	6	2	5	13
Словаччина	4	0	4	8
Словенія	2	0	4	6
Естонія	3	0	3	6
Казахстан	2	3	1	6
Латвія	2	0	1	3
Литва	4	0	0	4
Росія	1	1	1	3
Україна	0	0	1	1

¹ Примітка. Розрахунки С. Класена та інших на основі даних OECD (1999 р.), Вілл'яма М. Мерсера (2000 р.) та Світового банку

Провідною функцією страхових компаній в економіці ринкового типу є залучення капіталу шляхом страхування, а власне надання страхових послуг вважається другорядною функцією, лише засобом для мети накопичення коштів. Часто виникають ситуації, коли за підсумками фінансового року страхова компанія має збитки від своєї основної, тобто страхової діяльності, і покриває їх за рахунок доходів від інвестиційної діяльності на фінансовому

ринку. Відповідно до українського законодавства, для забезпечення ефективної інвестиційної діяльності кошти страхових резервів повинні розміщуватися на принципах безпечності, прибутковості, ліквідності і диверсифікованості [43].

Інвестиційні цілі пенсійного фонду визначаються структурою його зобов'язань. Так, якщо у фонді питома вага учасників, які вже отримують пенсію, в їх загальній кількості значна і обсяг виплат перевищує обсяг внесків, то його метою буде створення поточного потоку грошових коштів на рівні, що забезпечує ці виплати. Якщо ж фонд є молодим, і актуарні розрахунки свідчать про те, що виплати перевищать надходження через декілька років, то основною метою буде одержання доходу у середньо- і довгостроковій перспективі.

Щодо інститутів спільного інвестування, то їх інвестиційні цілі визначаються об'єктами вкладень. Сьогодні перед інвестором постає питання, який саме фонд обрати серед їх великої кількості і різноманіття. Так, існують фонди, що інвестують у компанії високої, середньої і малої капіталізації; фонди “вартості” і фонди “зростання”; індексні; галузеві; облігаційні; грошового ринку; глобальні; міжнародні; фонди ринків, що розвиваються; фонди, орієнтовані на конкретні країни; дорогоцінних металів; іпотек тощо [137, с.25]. При цьому, коли створюються ці інститути, для потенційних інвесторів випускається проспект, в якому описуються цілі фонду, а змінити їх можна тільки за підтримки більшості акціонерів.

У цілому систему інвестиційних цілей для інституційних інвесторів ми пропонуємо викласти в такій редакції (за перевагою):

1. Збереження і приріст капіталу.
2. Придбання фінансових інструментів з властивостями готівки, які можуть використовуватися як засіб обігу і платежу.
3. Одержання прибутку за рахунок вкладень у статутні капітали юридичних осіб.
4. Спекулятивна гра на курсах ЦП.

Однак перш, ніж формулювати цілі інвестування, необхідно оцінити наявний інвестиційний капітал, зібрати достатню інформацію про доступні

об'єкти вкладень, оцінити економічну кон'юнктуру та прогнози на майбутнє тощо. На цьому етапі інвестор з тим або іншим ступенем точності визначає свій інвестиційний горизонт, тобто проміжок часу, на який розповсюджується його стратегія і щодо якого оцінюються результати інвестиційного процесу (на жаль, у роботах, присвячених аналізу інвестицій і портфельному управлінню, цей чинник часто не враховується).

У західній практиці попередні дослідження з питань вибору часу для інвестування коштів мають назву “таймінг”. Добре проведений таймінг дозволяє ефективно управляти інвестиційним горизонтом і обирати саме той час для вкладання коштів, який є сприятливішим для досягнення цілей інвестора [106, с. 1085].

Другий етап процесу управління інвестиціями – формування основних напрямів інвестиційної політики для досягнення поставлених цілей. Зазвичай, цей етап починається з розробки схеми розміщення активів, яка передбачає розподіл портфеля між різними категоріями активів з метою збереження капіталу при негативних змінах ситуації та отримання переваг при сприятливих. Ця схема базується на тому, що дохідність портфеля залежить радше від структури розміщення активів, ніж від самих інвестицій. “Дійсно, дослідження довели, що дохідність портфеля більше ніж на 90% визначається схемою розміщення активів і менш ніж на 10% – вибором конкретних цінних паперів. Більше того, як встановили вчені, при розміщенні коштів у різні класи інвестиційних інструментів більшою мірою скорочується вплив ризику порівняно з вкладенням в одну категорію активів” [24, с.818].

Розміщення активів може бути з фіксованою, гнучкою структурою і тактичне. Перші два відрізняються природою пропорцій між різними категоріями активів у портфелі, а третє є більш складним і, як правило, використовується досвідченими менеджерами, які управляють великими інституційними портфелями.

Ми пропонуємо розглянути схеми розміщення активів більш детально, оскільки їх роль в управлінні портфелями українських інвесторів досі

недооцінена. За основу можна взяти дослідження Л.Дж.Гітмана і М.Д.Джонка [24], а також Ф.Дж.Фабозці [157], оскільки вони видаються нам найбільш детальними і повними порівняно з іншими дослідженнями у цій сфері.

Розміщення з фіксованою структурою портфеля означає, що у кожній з категорій активів (зазвичай, їх кількість від 3 до 5) розміщується фіксована частина портфеля. Як правило, питомі співвідношення залишаються незмінними у часі, тобто фіксованими. Але ринкова вартість портфеля, врешті-решт, може змінюватися, а його склад може коригуватися щороку або після серйозних ринкових зрушень для збереження бажаних фіксованих пропорцій.

Розміщення з гнучкою структурою (стратегічне розміщення) означає періодичне коригування співвідношення кожної категорії активів, що базується або на ринковому, або на технічному аналізі (своєчасності проведення операцій). Зміна питомої ваги окремих інструментів інвестування може бути викликана очікуванням зниження інфляції, що, у свою чергу, призведе до зростання курсу акцій та облігацій паралельно зі зниженням дохідності операцій з нерухомістю. Отже, ця система дозволяє отримати більшу віддачу в нових ринкових умовах.

На нашу думку, стратегічне розміщення активів напряду пов'язане з інвестиційним горизонтом. Інвестор з коротким інвестиційним горизонтом і необхідністю збереження капіталу (наприклад, банк) буде мати оптимальний рівень ризику, відмінний від інвестора з тривалим горизонтом (наприклад, страховика або пенсійного фонду). У цьому випадку виникає протиріччя: менш ризикована стратегія банку може бути більш ризикованою для страхової компанії або фонду.

Тактичний метод розміщення активів представляє собою спеціальний підхід, який використовує ф'ючерси на фондові індекси і процентні ф'ючерси для зміни схеми розміщення активів у портфелі. Він часто означає придбання активів після зниження цін на них і продаж після підвищення, але тут виникає певне протиріччя: визначаючи за об'єктивними оцінками, який клас активів має найбільшу перспективу одержання доходу, ця стратегія розміщення вказує на

той клас активів, який знаходиться у найгіршому становищі. При цьому інвестиції переводяться у непопулярні види активів, а оцінка останніх базується на врахуванні їхньої “непривабливості” і премії за ризик. Саме у цьому і полягає ефективність метода тактичного розміщення активів.

Крім схеми розміщення активів, формування інвестиційної політики передбачає врахування обмежень, які накладаються органами державного регулювання і клієнтами. Прикладом обмежень з боку перших слугує перелік дозволених класів активів, в які фінансовий інститут може інвестувати свій капітал. Наприклад, в Україні законодавчо визначені переліки і нормативи вкладень для банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів з урахуванням специфіки діяльності кожного інституту (додаток В). Більш детально це питання буде розглядатися нами у 2 розділі роботи. Щодо обмежень, які накладаються клієнтом, то він може задати рівень диверсифікації і безпеки, тобто обмежити частку коштів, які розміщуються у певних класах активів або активах певних емітентів.

Третій етап процесу управління інвестиціями – це вибір портфельної стратегії, яка б відповідала цілям інвестора та обраній інвестиційній політиці.

Виходячи зі специфіки роботи інвесторів на фінансовому ринку і практики стратегічного управління, інвесторів можна класифікувати на портфельних (зазвичай, це і є інституційні інвестори) і стратегічних. При цьому, виходячи з бажання піддавати свій капітал ризику, портфельних інвесторів поділяють на три основні типи – консерватор, поміркований інвестор та агресор (у світовій практиці диференціація інвесторів більш детальна: консервативні, помірковано-агресивні, агресивні, досвідчені, гравці (вишукані). Альтернативні схеми розміщення їх активів наведені у табл. 1.11.

Інституційні інвестори здебільшого дотримуються консервативної або поміркованої тактики. Однак “щодо компанії, цінними паперами якої володіє інституційний інвестор, його тактика полягає у підвищенні курсової вартості її цінних паперів. Для реалізації цієї тактики інституційному інвестору необхідно мати можливість впливати на прийняття стратегічних рішень компанією, яке

Альтернативні схеми розміщення активів інвесторів [25, с.821]

Вид активу	Схеми розміщення активів, %		
	Консервативна	Поміркована	Агресивна
Прості акції	15	30	40
Облігації	45	50	35
Короткострокові ЦП	35	5	0
Нерухомість	5	15	25
Всього	100	100	100

призвело б до зростання її інвестиційної привабливості. Досягненню такої мети сприяють зважені дії інституційного інвестора на загальних зборах акціонерів” [52, с.387].

Вибір стратегії значною мірою залежить від типу управління – пасивного або активного.

Пасивне управління має такі ознаки: 1) здебільшого довгостроковий характер інвестування; 2) відсутність значних оборотів за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів; 3) високий рівень диверсифікації, коли можна з високою точністю розрахувати дохідність, ризик і ліквідність; 4) відносна в'ялість операцій з фінансовими інструментами.

Найбільш розповсюдженими стилями пасивного управління є стратегія “купив-і-тримай”, ефективність якої значною мірою залежить від рівня оцінки ЦП і обраного періоду часу, а також стратегія індексного фонду. Остання базується на тому, що структура портфеля повинна відображати рух обраного фондового індексу, що характеризує стан всього РЦП. Види ЦП та їх частка визначаються у такий самий спосіб, що й підрахунок індексу. Головне завдання інвестора – відтворення у своєму портфелі структури РЦП з періодичним його коригуванням через півроку або рік. При цьому управління здійснюється через відхилення структури портфеля від структури індексу.

Виділимо три підходи, за основу яких вибираються ті чи інші ваги, які лежать в основі різних індексів. Основою першого є рівень капіталізації акцій, другого – рівень цін на акції, третього – принцип рівномірного розподілу коштів за видами акцій. “При використанні першого підходу необхідно враховувати,

що акції висококапіталізованих компаній більш за все впливають на динаміку індексу. Це призводить до того, що недооблік ваги таких компаній призводить до істотних відхилень дохідності. Це ж стосується і другого підходу – найбільшу вагу тут мають дорогі акції. І, нарешті, у третьому підході все навпаки – більш дешеві акції мають більший потенціал для впливу на зростання індексу” [73, с.34].

Таким чином, можна зробити висновок, що для копіювання індексу інвестору необхідно купити всі акції, що входять у базу індексу пропорційно до їх ваги.

Щодо активного управління, то воно передбачає спекуляції на майбутніх процентних ставках, надання дилерських послуг і постійні котирування цін покупця та продавця. Наведемо основні ознаки активного управління: 1) ретельний моніторинг ринку, оперативне придбання фінансових інструментів; 2) активна гра на підвищення з недооціненими активами і на зниження з переоціненими; 3) великі обороти за операціями купівлі-продажу фінансових інструментів; 4) низький рівень диверсифікації; 5) висока концентрація окремих високоризикових фінансових інструментів.

У рамках активного управління виділяють певні інвестиційні стилі (додаток Е). Вважається, що якщо інвестор обирає активну стратегію щодо конкретних ЦП, то він дотримується стилю вибору ЦП. Ті ж, хто робить ставку на певні класи активів, дотримуються стилю розміщення активів, одним з різновидів якого є фіксація ринку. Якщо інституційний інвестор робить ставку на певні групи ЦП, використовують стиль вибору груп ЦП. Одні інвестори використовують чистий інвестиційний стиль, тобто один з трьох вказаних вище стилів. Інші застосовують різні комбінації, що ускладнює можливість їх точної класифікації залежно від обраного стилю.

Крім активного і пасивного управління, існує також структурне управління, що використовується при управлінні борговими фінансовими інструментами. Воно допомагає сформувати портфель таким чином, щоб забезпечити певний потік платежів у майбутньому. Структурне управління використовують, коли

виникає необхідність у формуванні майбутнього потоку надходжень від інвестицій в залежності від потоку зобов'язань.

Сьогодні на Заході точаться дискусії серед прихильників активного і пасивного управління. На думку російського вченого-економіста Ю.Ф.Касімова, перешкодою у застосуванні активної стратегії є та обставина, що інвестори “...стикаються з проблемами недостатньої кількості досвідчених менеджерів та відсутністю налагоджених ринків цінних паперів” [49, с.36]. У результаті для більшості невеликих інвесторів пасивне управління є єдино доступним.

Однак проведений нами аналіз зарубіжних наукових робіт [24, 157, 173, 187 199] довів, що вибір пасивної стратегії зумовлюється зовсім не відсутністю менеджерів, і навіть не втручанням регулюючих органів, а розвитком сучасного ринку капіталу, коли саме пасивне управління стало порівняно новим напрямом в інвестиційному бізнесі.

До середини 60-х років XX ст. було аксіомою, що інвестори повинні знайти недооцінені ЦП, а концепції широкої диверсифікації та пасивного управління на практиці не використовувалися. Після виникнення портфельної теорії Г.Марковіца ситуація змінилася настільки, що різні академічні дослідники висунули тезу про відсутність користі від активного управління, та й самі інвестори зрозуміли недоцільність його використання. Для прикладу, перший національний індексний фонд з'явився у США в 1971 р. “До кінця десятиліття близько \$100 млн було інвестовано в індексні фонди. На сьогодні в національні і міжнародні індексні фонди акцій і облігацій інвестовані сотні мільярдів доларів. Навіть індивідуальні інвестори почали віддавати перевагу індексним фондам. Пасивне управління перетворилося в один із швидко зростаючих інвестиційних продуктів, що пропонує велика кількість взаємних фондів” [172 с.854].

Однак, незважаючи на швидке зростання активів, які управляються пасивними інвестиційними менеджерами, багато великих інституційних інвесторів, таких, як пенсійні фонди, обрали середину, користуючись послугами як пасивних, так і активних менеджерів.

Що ж до України, то вітчизняний ринок акцій формувався як результат сертифікатної приватизації. Інвестиційні фонди та компанії стали власниками інвестиційних портфельів шляхом обміну приватизаційних паперів на акції приватизованих підприємств. “Вже у 1996-1997 рр. фонди з найбільшими активами віддали перевагу скуповуванню тільки кращого і формуванню “блакитних корінців” українського ринку, а інші сконцентрувались на пошуку невірно оцінених акцій, які можна було купити за смішними цінами” [109 с.35]. Торговці ЦП стали перетворювати придбані невірно оцінені акції у контрольні пакети акцій для майбутніх стратегічних інвесторів, час приходу яких визначається рівнем інвестиційного клімату в Україні. Активна стратегія в українському варіанті включає і управління купленим підприємством у межах корпоративних прав, підвищення його ринкової вартості та отримання доходів від такої діяльності для підтримки власної життєдіяльності. Щодо пасивного управління, то воно передбачає виникнення в країні ефективного фондового ринку.

Зазначимо, що в теорії інвестування ефективність ринку капіталу оцінюється з точки зору процесу визначення цін і ставиться у пряму залежність від інформаційного забезпечення учасників: “Ринок, на якому ціни повністю відбивають усю наявну інформацію, зветься ефективним” [189, с.335]. Це означає, що РЦП є ефективним, якщо ціни на інструменти, що обертаються на ньому, повністю відбивають усю наявну в даний час інформацію, а у разі отримання нових даних, спроможних вплинути на ціни, відбувається миттєва зміна цих цін. Таким чином, для виникнення ефективного ринку в Україні необхідно створити відповідну інформаційну базу, яка б дала змогу брати активну участь у процесі ціноутворення на РЦП.

Інвестиційний процес потребує постійного моніторингу і перегляду інвестиційного портфеля, оскільки з часом змінюються обставини, в яких доводиться приймати рішення, і поставлені цілі. Контроль стану інвестиційного портфеля повинен здійснюватися, принаймні, щодня у зв’язку з оперативним аналізом зміни курсів, дохідності й ліквідності ЦП. Він має здійснюватися у

розрізі обсягу портфеля, його структури, частки в активах і доходу інвестора, галузевого і регіонального розміру портфеля, частки окремих ЦП. Крім того необхідно здійснювати оцінку портфеля в цілому з урахуванням усіх інвестиційних цілей. Ефективний портфель ЦП з оптимальною структурою можна сформувати тільки в разі комплексності цих оцінок.

Таким чином, висвітлення інструментарію фінансового інвестування та узагальненого механізму процесу управління фінансовими інвестиціями повинно дати нам змогу проаналізувати стан фінансового інвестування в Україні, оцінити привабливість вітчизняних фінансових інструментів для інституційних інвесторів, розглянути діяльність банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів, зокрема зробити певні висновки і на їх основі запропонувати пропозиції щодо вдосконалення цього процесу українськими інституційними інвесторами з урахуванням західного досвіду.

Висновки до розділу 1

Сучасна економіка за своєю структурою, взаємозв'язками, регулюванням та іншими складовими є досить складною системою. У цій системі, як свідчить світовий та вітчизняний досвід, дуже важливе місце належить інвестиціям та інвестиційній діяльності.

Стан наукових досліджень проблем управління інвестиціями на теперішній час можна охарактеризувати виникненням у представників української економічної науки поки що обмеженого, але поступово зростаючого інтересу до цієї складової частини української економіки.

Оскільки поняття “інвестиції” повинне містити предмет вкладень (що вкладати), об'єкти вкладень (куди вкладати) і мету здійснення цього процесу, ми розглядаємо фінансові інвестиції як вкладення капіталу у фондові і грошові фінансові інструменти, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу.

Економічне значення фінансових інвестицій полягає у тому, що вони дають змогу інвестору реалізувати свою стратегію на фінансовому ринку. Вирішення цього завдання здійснюється через використання різноманітних фінансових інструментів як об'єктів фінансового ринку. Виявлено, що інструменти фінансового ринку є інструментами фінансового інвестування, оскільки передбачають одержання доходів (у вигляді процентів, дивідендів, курсової різниці або частки чистого прибутку суб'єкта господарювання). Під інструментарієм фінансового інвестування розуміється сукупність фінансових інструментів, які є грошовими документами, що засвідчують вкладення коштів у цінні папери (традиційні й похідні), банківські депозити, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу.

Фінансовими інструментами, передбаченими законодавством України для інвестування активів комерційних банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів, є банківські депозити, ощадні сертифікати, державні цінні папери, цінні папери місцевих органів влади, акції, облігації підприємств. Як показав аналіз привабливості цих інструментів для українських інвесторів, кожен з них має різний ступінь її, але й великий потенціал. Найбільш розвиненим є ринок депозитів. Ринок державних цінних паперів зазнає відновлення після кризи 1998 року, а ринок акцій і облігацій знаходиться у стадії становлення. Постає необхідність доопрацювання і вдосконалення переліку дозволених для інвесторів фінансових інструментів з урахуванням сучасного стану розвитку фінансового ринку в Україні.

Інституційні інвестори відрізняються своєю стратегією і тактикою дій на фінансовому ринку. Ця різноманітність визначається як різними цілями, так і різними стратегіями, які використовує інвестор. Розвиток ринку капіталу в Україні не дозволяє використовувати управління фінансовими інвестиціями з урахуванням західного досвіду повною мірою. З метою наукового обґрунтування цього процесу запропоновано алгоритм процесу управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів:

1) постановка цілей інвестування, що, по суті, є фінансовими задачами, які інвестор прагне вирішити, вкладаючи кошти у різноманітні фінансові інструменти. Визначено, що в цілому система інвестиційних цілей включає: збереження і приріст капіталу; придбання фінансових інструментів з властивостями готівки, які можуть використовуватись як засіб обігу і платежу; одержання прибутку за рахунок вкладень у статутні капітали юридичних осіб; спекулятивну гру на курсах цінних паперів;

2) формування інвестиційної політики, що включає схему розміщення активів, а також нормативні обмеження, які накладаються органами державного регулювання і клієнтами;

3) вибір портфельної стратегії, яка б відповідала цілям інвестора та обраній інвестиційній політиці. Виявлено, що інституційні інвестори є портфельними інвесторами з реалізацією консервативної або поміркованої тактики поведінки на ринку;

4) моніторинг і коригування інвестиційного портфеля, які мають здійснюватися у розрізі обсягу портфеля, його структури, частки в активах і прибутку інвестора, галузевого і регіонального розміру портфеля, частки окремих фінансових інструментів.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях [56, 57, 58, 106].

РОЗДІЛ 2

ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕСТОРИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Фінансове інвестування комерційних банків

Зацікавленість комерційних банків (КБ) у здійсненні інвестицій пов'язана передусім з тим, що попит на кредити не завжди може відповідати наявному в банку капіталу. Тому активні операції КБ пов'язані не лише з кредитуванням, а і з вкладенням коштів у фінансові інструменти, які можуть мати як інвестиційний, так і спекулятивний характер. Перша характеристика пов'язана з вкладенням коштів на порівняно тривалий період часу з метою одержання контролю над підприємством і/або одержання доходу у вигляді дивідендів (процентів) за ЦП, а друга – з одержанням доходу за короткий час від курсової різниці.

КБ, зазвичай, є активними інвесторами на ринку державних ЦП, а щодо їх ролі на ринку корпоративних ЦП, то тут існують істотні розбіжності в законодавствах різних країн. Залежно від ролі банків на цьому ринку, наприклад, Ф.Мишкін [90, с.366] визначає модель універсальної банківської справи, британську універсальну модель і модель правового відокремлення. На нашу думку, більш прийнятною є класифікація, запропонована колективом авторів під керівництвом А.Мороза [5, с.211], а також відомим російським вченим-економістом Я.Міркиним [88, с.227], які виділяють три моделі організації РЦП: банківську, небанківську і змішану.

Банківська (європейська) модель характеризується найактивнішою роллю КБ на РЦП. Вони вкладають кошти як у державні ЦП, так і в акції та облігації нефінансових компаній, здійснюють розміщення (андеррайтинг) ЦП, торгують ними (брокерська та дилерська діяльність), а також формують інфраструктуру РЦП. У найбільш завершеному вигляді ця модель діє у Німеччині, де банки контролюють великі пакети акцій, активно купують облігації, причому темпи зростання вкладень КБ в облігації перевищують темпи зростання вкладень в

акції. Для прикладу наведемо структуру інвестиційного портфелю на продаж Deutsche Bank, який очолює список світових фаворитів інвестиційних операцій КБ та операцій з ЦП (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Структура інвестиційного портфелю на продаж Deutsche Bank
(у млн німецьких марок) [170, с.14]

Показник	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁾
Облігації та інші цінні папери із фіксованим доходом	65250	100092	155733	205192	241722	297820
Інструменти грошового ринку	8739	6728	8136	15527	42541	38190
Облігації корпоративного сектору	30609	55724	109863	101626	129409	157374
Інші облігації	25902	37640	37774	88039	69771	101493
Акції та інші дольові цінні папери	8594	12026	14261	48813	89120	156581
Акції	8594	12026	11733	47661	84288	151542
Інвестиційні сертифікати	520	452	584	578	3182	2074
Інші цінні папери	957	1368	1944	574	1650	2964
Всього:	110837	177172	231578	330542	454350	566287

¹⁾ – перерахований за курсом ЄВРО до німецької марки

Небанківська (американська) модель обмежує інвестиційну та посередницьку діяльність банків (депозитно-кредитних) на ринку корпоративних ЦП. Так, Закон Гласса-Стігала (1933 р.) заборонив банкам США займатися інвестиційною діяльністю, у результаті чого вони вже не мали змоги використовувати гроші вкладників у спекулятивних цілях на фондовому ринку. У США набули розвитку такі спеціалізовані установи як інвестиційні банки, які розміщують власні кошти та кошти кредитних інститутів у ЦП. Вони стали основними фінансовими посередниками між фірмами, які відчують нестачу коштів для довгострокових вкладень, і вкладниками капіталу на тривалий строк.

Але досвід функціонування американської банківської системи показав, що “ізоляція будь-якого банківського інституту від ринку цінних паперів виявилася безперспективною. Поступово грань між комерційними та інвестиційними банками стирається, і провести чітку різницю між ними стає все далі важче. Не тільки інвестиційні банки все більше займаються операціями, що відносять до сфери діяльності комерційних банків (наприклад, Goldman Sachs, Merrill Lynch,

Lehman Brothers створили власні банківські підрозділи), але й останні розуміють перспективу втрати найбільш престижних і вигідних клієнтів і готуються дати бій інвестиційним банкам на їх полі” [59, с.69].

Через ці обставини 28 жовтня 1999 року конгрес США прийняв закон Грімма-Ліча-Блілея, яким було скасовано дію закону Гласса-Стігала. Комерційні банки одержали дозвіл скуповувати контрольні пакети акцій інвестиційних банків і страхових компаній, а також проводити андеррайтинг. Однак майже за сімдесят років на американському ринку корпоративних ЦП утворилась стійка кон’юнктура, тому зміни, зумовлені останнім законом, вплинули лише на ті сегменти цього ринку, які зазнають значного конкурентного тиску. Загалом же система зв’язків між банківським і небанківським сектором не змінилась: комерційним банкам, які і раніше, обмежують доступ до ринку корпоративних ЦП промислових компаній.

Змішана модель характеризується присутністю і діяльністю на ринку корпоративних ЦП як КБ, так і спеціалізованих інвестиційних інститутів. Країнам СНД (в тому числі й Україні) властива саме така модель організації РЦП. Переважно боргова природа фінансування економіки, нерозвиненість фінансового ринку, що базувався не так давно на банках, призвели до того, що на ринках, що розвиваються (emerging markets), КБ повинні мати сильний вплив на ринки корпоративних ЦП, складати їх основу безпосередньо або через дочірні компанії.

Аналіз 55 ринків, що розвиваються, показав, що змішані ринки, на яких обороти банків можуть доходити до 75% їхнього обсягу, складають 50-53% їх загальної кількості, брокерські ринки, на яких значну частку займають дочірні компанії іноземних банків, – 20-22%, брокерські ринки, на яких превалюють, за оцінкою, місцеві брокерські компанії, – 27-30% [87, с.229].

Проте в сучасних умовах функціонування РЦП існує велика кількість аргументацій “за” і “проти” універсалізації банківської справи. До аргументів “за” можна віднести: досвід стійкого розвитку банківського сектору Німеччини, зниження ризиків за рахунок диверсифікації послуг, комплексність

обслуговування клієнтів, економію витрат тощо (більш детально аналіз переваг універсального банку подається Х.-У.Дьорігом [27, с.21-80]). Аргументи “проти” – зайва концентрація влади у КБ, конфлікти інтересів, зростання ризиків у банківській системі, неможливість відповідного захисту інвесторів тощо.

Важливим моментом у дискусії про універсальний банк і моделі РЦП стала публікація в 1998 р. Банком міжнародних розрахунків аналітичного звіту, в якому підводяться підсумки багаторічних досліджень в цій галузі. Короткий висновок звіту: “...враховуючи потенційні переваги від суміщення традиційної комерційної банківської справи з бізнесом цінних паперів, видається бажаним дати можливість комерційним банкам увійти у цей бізнес, надаючи їм свободу вибору корпоративної структури” [196, с.21]

Зазначимо також, що змішана модель була визнана і європейським банківським правом, що випливає з Директиви 93/22/ЕЕС від 10.05.93 про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів [180], яка дозволяє надавати інвестиційні послуги не тільки спеціалізованим інвестиційним фірмам, але й кредитним інститутам.

Відповідно до ЗУ “Про банки і банківську діяльність” [35] на підставі банківської ліцензії КБ мають право здійснювати емісію власних ЦП; організацію купівлі та продажу ЦП за дорученням клієнтів; операції на РЦП від свого імені (в т.ч. андеррайтинг).

За ст. 50 цього Закону КБ отримують право здійснювати інвестиції лише на підставі письмового дозволу НБУ. Здійснення інвестицій без дозволу НБУ можливе лише за умов, якщо: інвестиція в будь-яку юридичну особу становить не більше ніж 5% регулятивного капіталу банку; юридична особа, в яку здійснюється інвестиція, веде винятково діяльність з надання фінансових послуг; регулятивний капітал банку повністю відповідає вимогам для інвестицій, встановленим нормативно-правовими актами НБУ.

Банку забороняється інвестувати кошти в підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників.

Якщо брати до уваги інвестиційні цілі українських КБ при вкладанні коштів у фінансові інструменти, то при визначенні переваги тих чи інших інструментів при формуванні інвестиційного портфеля КБ повинні враховувати насамперед рівень їх ризику. З метою його обмеження Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні [115] були встановлені такі нормативи: норматив інвестування в ЦП окремо за кожною установою (Н11) і норматив загальної суми інвестування (Н12).

До розрахунків нормативів інвестування не включаються суми акцій та інших ЦП, придбаних банком: у зв'язку з реалізацією права заставодержателя, та за умови, що банк не утримує їх більше одного року; з метою створення фінансової холдингової групи за умови, що емітентом придбаних акцій є інший банк; у результаті андеррайтингу за умови, що придбані ЦП перебувають у власності банку не більше одного року; за рахунок та від імені своїх клієнтів.

Норматив Н11 встановлюється для обмеження ризику, пов'язаного з операціями вкладення коштів КБ у статутні фонди установ, що може призвести до втрати капіталу банку. Норматив визначається як співвідношення розміру коштів, які інвестуються на придбання акцій (паїв/часток) окремо за кожною установою, до регулятивного капіталу банку. В інвестовані кошти включаються: акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком, що враховуються у портфелі КБ на продаж та інвестиції, а також вкладення в асоційовані та дочірні установи. При розрахунку цього нормативу у знаменнику до суми регулятивного капіталу банку додаються суми вкладень у ЦП, випущені КБ, і суми вкладень у статутні фонди установ, на розмір яких зменшений регулятивний капітал. До цих вкладень відносять: акції та інші ЦП з нефіксованою дохідністю, випущені банками; інвестиції у капітал банків і фінансових установ, що не консолідуються і перевищують розмір 10% їх статутного фонду; кошти, вкладені в інші банки на умовах субординованого боргу.

Зазначені вимоги НБУ до розрахунку нормативу інвестування Н11 знайшли відображення і у Положенні про порядок розрахунку резерву на

відшкодування можливих збитків банків від операцій із цінними паперами [117], але з явними протиріччями:

$$H11 = \frac{K_{\text{ін}}}{PK + ЦП + Вак} \times 100 \% \leq 15 \%, \quad (2.1)$$

де: $K_{\text{ін}}$ – ЦП у портфелі банку на інвестиції і на продаж, а також вкладення в асоційовані і дочірні компанії, за виключенням боргових ЦП, тобто коштів банків, інвестованих на придбання акцій (часток/паїв) окремо за кожною установою;

PK – регулятивний капітал;

$ЦП$ – ЦП (акції) в інвестиційному портфелі (у тому числі і на продаж);

$Вак$ – вкладення в дочірні та асоційовані компанії.

Протиріччя полягає в тому, що за методикою розрахунку у $ЦП$ включаються тільки вкладення КБ в акції, емітовані банками, а у розрахунок $Вак$ – усі інвестиції, зроблені в асоційовані і дочірні компанії і банки.

Норматив $H12$ встановлюється для обмеження ризику, пов'язаного з операціями вкладення коштів КБ у статутні фонди будь-яких юридичних осіб, що може призвести до втрати капіталу КБ. Цей норматив визначається як співвідношення суми коштів, що інвестуються на придбання акцій (паїв/часток) будь-якої юридичної особи, до регулятивного капіталу КБ:

$$H12 = \frac{K_{\text{ін}}}{PK + ЦП + Вак} \times 100 \% \leq 60 \%, \quad (2.2)$$

де: $K_{\text{ін}}$ – акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком в інвестиційному портфелі КБ (у тому числі на продаж), що випущені банками, фінансовими установами та іншими емітентами;

$ЦП$ – суми вкладень у ЦП в інвестиційному портфелі банку (в тому числі і на продаж), що випущені банками.

Методика розрахунку нормативу загальної суми інвестування $H12$ також вказує на наявність протиріч, схожих на методику розрахунку $H11$. Тобто в $ЦП$

включають тільки акції банків, а у Вак – вкладення в асоційовані компанії і банки.

Відповідно до Плану рахунків бухгалтерського обліку КБ, до асоційованих компаній належать ті, в яких банк володіє 20-50% статутного капіталу. Але відповідно до Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами установ комерційних банків України [114] асоційована компанія (підприємство) – це компанія, в якій інвестор має значний вплив і яка не є ні дочірньою компанією, ні спільним підприємством інвестора. Значний вплив існує також, якщо інвестор (банк) прямо або через дочірні компанії володіє часткою капіталу компанії менше 20%, але виконуються такі умови:

- інвестор (банк) має представників у раді директорів або аналогічному керуючому органі компанії;
- інвестор (банк) бере участь у визначенні стратегії і операцій компанії;
- проводяться істотні операції між інвестором (банком) та компанією;
- здійснюється обмін керуючим персоналом між інвестором (банком) та компанією;
- інвестор (банк) надає компанії суттєву технічну або комерційну інформацію.

Дочірня компанія (підприємство) – компанія, що контролюється іншою компанією. Контроль передбачає, що материнська компанія (банк) прямо або через дочірні компанії володіє 50% або більшою часткою капіталу компанії. Контроль також існує, якщо материнська компанія (банк) прямо або через дочірні компанії володіє часткою капіталу компанії менше 50%, але має:

- частку управлінських голосів у компанії, що перевищує 50%, завдяки угодам з іншими інвесторами;
- право керувати фінансовою та виробничою політикою підприємства згідно із статутом або угодою;
- право призначати або звільняти більшість членів ради директорів або аналогічного керуючого органу компанії;

— право визначального голосу у раді директорів або аналогічному керуючому органі компанії.

Отже, “Національний банк України через нормативи стимулює вкладення банків у компанії нефінансового сектора у розмірі, що перевищує 20% їх статутного капіталу, або меншому, але за умови, що банк виступає у ролі інвестора, здатного впливати на компанію” [169, с.73]. Інструкція ж про порядок регулювання діяльності комерційних банків в Україні” (п.1.7, розділ 2) встановлює граничний розмір такого стимулювання на рівні більше 10% від статутного фонду емітента.

З одного боку нормативи Н11 та Н12 стимулюють вкладення у дочірні та асоційовані компанії, а у п.1.7 розділу 2 регулятивний капітал КБ, який бере участь у розрахунках інших нормативів (Н1, Н2, Н7, Н8, Н13), зменшується на суму вкладень в асоційовані та дочірні компанії. При цьому для вкладення коштів в акції компаній, що перевищують розмір 5% регулятивного капіталу КБ, потрібен письмовий дозвіл НБУ.

Певно, що НБУ зважає на ситуацію на українському РЦП, але не можна стимулювати такі явища на підприємствах, як зловживання інсайдерів. У результаті чинне правове поле, яке регулює інвестиційні операції КБ, створює для цих інвесторів додаткові бар’єри, якщо вони або обходять обмеження, або змінюють власну політику управління фінансовими інвестиціями.

Зазначимо, що базові нормативи регулювання операцій з ЦП при включенні їх у портфелі КБ є різними в різних країнах, однак всі вони жорстко прив’язуються до власного капіталу КБ і обмежуються його розміром відповідно до оцінки ризику, прийнятої Базельським комітетом з банківського регулювання та нагляду (Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices). У вимогах до капіталу для всіх типів активів визначаються показники кредитного ризику, від якого залежить значення коефіцієнта ваги активу. Розмір капіталу КБ для “підтримки” певного активу визначається як добуток балансової вартості даного активу і відповідного коефіцієнта (ваги) кредитного ризику.

Відповідно до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні [115], КБ повинні розраховувати норматив адекватності регулятивного капіталу (норматив платоспроможності (Н2), який не може бути менше 8%. Цей норматив відображає здатність КБ своєчасно і в повному обсязі розраховуватися за своїми зобов'язаннями, що впливають із торговельних, кредитних або інших операцій грошового характеру. Зі збільшенням значення показника адекватності регулятивного капіталу збільшується частка ризику, що її приймають власники банку, і навпаки, зі зниженням значення показника збільшується частка ризику, що її приймають на себе кредитори/вкладники банку. У додатку Ж дано розподіл активів КБ на групи ризику відповідно до зазначеної Інструкції.

Усі зазначені нормативи, насамперед, можуть регулювати тільки структуру активів та зобов'язань КБ, а не обсяг самих операцій з цінними ЦП. Тому своєчасним було впровадження Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків від операцій з цінними паперами [117] і Методики визначення класу емітента та оцінки фінансового стану емітента, яка є додатком до зазначеного Положення і дозволяє визначити кредитний ризик. Клас емітента визначається на підставі результатів проведеного аналізу якісних та кількісних факторів оцінки емітента. Розрахункова ринкова вартість ЦП додатково корегується на фактор ризику емітента (додаток З).

Разом з тим, чинне Положення має суттєвий недолік – це використання фінансових звітів емітентів для оцінки ризику окремих ЦП. Але, як відомо, баланси підприємств, доступні широкому загалу, містять, як правило, застарілі або недостовірні дані.

Важливою інвестиційною метою КБ при роботі з фінансовими інструментами є ліквідність, яку він має підтримувати на достатньому рівні для своєчасного виконання всіх прийнятих на себе зобов'язань. Як відомо, крах банківської установи може наступити у двох випадках: 1) неплатоспроможність банку у результаті вичерпання його капіталів, обумовлених збитками від кредитування й інвестицій, тобто в умовах ризику дефолту позичальників і

процентного ризику; 2) якщо КБ, незважаючи на свою дохідність, не може задовольнити вимоги клієнтів повернення депозитів, тобто в умовах втрати ліквідності.

Ці обставини потрібно врахувати при формуванні банківських активів, які повинні поділятися на первинні резерви, призначені для отримання доходу, і вторинні резерви, що можуть бути реалізовані з метою підтримання ліквідності. Як зазначає А.А.Пересада [104, с.27], “для мобілізації ресурсів і забезпечення ліквідності у першу чергу реалізуються цінні папери вторинного резерву, а якщо цього не досить — реалізується частка первинних резервів. При цьому активи переміщуються з інвестиційного до позичкового портфеля. Таким чином, інвестиційна політика банку повинна передбачати дотримання певної пропорційності між первинним і вторинним резервами цінних паперів і, відповідно, між інвестиційним та позичковим портфелями”.

У зв'язку з цим НБУ встановив такі нормативи ліквідності: миттєвої (Н4), поточної (Н5) та короткострокової (Н6).

Включення ЦП до портфеля КБ в Україні регламентується трьома нормативними документами НБУ [114, 115, 117], відповідно до яких вкладення КБ у ЦП можна віднести до одного з чотирьох портфелів: ЦП на продаж; ЦП на інвестиції; пайової участі (вкладень в асоційовані компанії); вкладень у дочірні компанії.

До ЦП на продаж відносять інструменти, що обертаються на активному ринку і придбані на короткий строк з наміром подальшого перепродажу. За своєю природою вони вільно реалізуються і знаходяться у власності інвестора не більше року. У свою чергу, ЦП на інвестиції – це ті, що придбані КБ з метою утримання їх до дати погашення або з метою інвестицій на строк більше року.

Вищезазначені документи не дають однозначної відповіді щодо віднесення ЦП до того чи іншого банківського портфеля. На нашу думку, цей алгоритм повинен включати п'ять етапів:

1. Ступінь залежності емітента від акціонера, за ознаками:

а) наявність консолідованої фінансової звітності, що дає змогу відносити до портфеля вкладень у дочірні компанії без урахування розміру пакета. За відсутності такої звітності ЦП можна відносити до всіх інших типів портфельів;

б) розмір пакета акцій, що знаходиться у власності банку. Ця ознака є актуальною, коли КБ і емітент не ведуть консолідованої фінансової звітності. Якщо КБ є власником пакета акцій понад 20% статутного капіталу емітента, то його потрібно відносити до портфеля пайової участі (вкладень в асоційовані компанії). Якщо ж цей пакет менший за 20%, то ЦП необхідно відносити до портфельів на продаж або портфельів на інвестиції.

2. Намір банку щодо ЦП. Метою володіння пакетом акцій може бути активний прибуток (різниця коштів, витрачених на придбання ЦП, та отриманих від його реалізації) або пасивний прибуток (дивіденди або проценти). Метою може бути також використання інших прав, що впливають із факту володіння ЦП.

3. Можливість для банку повернення до первинного наміру. Цей етап пов'язаний з отриманням пасивного прибутку. Якщо ЦП не мають терміну погашення, а КБ у змозі тримати його мінімум понад один рік, їх відносять до портфеля на інвестиції. В іншому разі їх відносять до портфеля на продаж.

4. Стан ринку цінних паперів. На відміну від попереднього етапу, цей етап пов'язаний з отриманням активного прибутку. Так, ЦП у банківському портфелі поділяються на чотири категорії: ЦП на продаж, що мають активний ринок; ЦП на продаж, що не мають активного ринку; ЦП на інвестиції, що мають активний ринок; ЦП на інвестиції, що не мають активного ринку (рис. 2.1).

У вищезазначених нормативних актах окреслені лише методичні основи, які дозволяють віднести ЦП до тих, що мають активний ринок, і до тих, які його не мають. Однак кількісні критерії стану РЦП в них не визначені. Відповідно до них, активний ринок – це ринок певного ЦП, який дає змогу будь-коли продати цей ЦП за ціною, що переважає на ринку під час його виставлення на продаж. Якщо ринок конкретних ЦП кваліфікується КБ як активний, то їх слід відносити до портфеля на продаж, в іншому разі – до портфеля на інвестиції.



Рис. 2.1. Склад банківського портфеля ЦП

5. Критерій часу. Він пов'язаний з терміном погашення (викупу) ЦП. Термін до погашення застосовується до боргових ЦП, термін до викупу – до інвестиційних сертифікатів закритих інвестиційних фондів і закритих взаємних фондів інвестиційних компаній. Якщо термін до погашення боргових ЦП або до викупу інвестиційних сертифікатів становить менше року, їх відносять до портфеля на продаж. В іншому разі їх відносять до портфеля на інвестиції.

На нашу думку, проблема полягає не в тому, якому розподілу підлягає банківський портфель ЦП, а в тому, яку суму резервів повинен створити КБ під операції з ЦП. Безумовно, що у вищезазначеному Положенні НБУ турбується в першу чергу про те, щоб КБ не зловживали операціями з високою дохідністю і не ризикували коштами клієнтів. Але механізм розрахунку, запропонований Положенням, ставить грошові потоки і розрахунки в залежність від стану міжбанківського ринку, який не можна охарактеризувати в Україні як стабільний. Через це може виникнути ситуація, коли КБ буде невигідно купувати боргові та пайові ЦП.

Щодо резервування, то очевидно, що така операція значно змінює фінансовий результат КБ: прибуток зменшується, проценти за кредитами збільшуються, а за депозитами зменшуються. Крім того, тоді, коли відраховані всі платежі у бюджет і сформовані обов'язкові резерви, грошей для формування фонду розвитку і фонду дивідендів у КБ може не залишитися взагалі. Це призводить до того, що акціонери банку залишаються без дивідендів, а самому КБ не вистачає коштів для збільшення статутного фонду.

У цілому Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій з цінними паперами [117] багато чого не враховує, зокрема:

— інвестиції КБ у статутні фонди юридичних осіб не відносяться до ЦП і не обертаються на РЦП. Але КБ повинен формувати під них резерви;

— банківські вкладення в акції закритого АТ потребують формувати під їх купівлю-продаж резерву, що дорівнює сумі угоди в розмірі 100%-го резервування, як ЦП, що не мають активного ринку. В той же час акції таких товариств, як відомо, не можуть купуватися і продаватися на біржах, тобто взагалі не мають ніякого активного ринку;

— банківські інвестиції в інфраструктуру РЦП не дають доходів, оскільки фондові біржі і депозитарії в Україні є АТ, але не є прибутковими організаціями. Водночас відповідно до Положення, резерви за такими акціями повинні формуватися в розмірі їх балансової вартості.

Будь-який банківський портфель ЦП потребує постійного перегляду в зв'язку з високим динамізмом РЦП. В Україні така необхідність зумовлена тим, що КБ повинен здійснювати оперативні заходи, зокрема приймати рішення про продаж окремих ЦП. Воно приймається в тому випадку, якщо значення поточної дохідності не відповідає вимозі:

$$\text{НПД} > \text{ДП} + \text{ПР} + \text{ПЛ}, \quad (2.3)$$

де: НПД – норма поточної дохідності; ДП – середня ставка депозитного процента (з урахуванням інфляції); ПР – рівень премії за ризик, пов'язаний з кредитним рейтингом емітента; ПЛ – рівень премії за ліквідність з урахуванням терміну погашення конкретних ЦП.

На нашу думку, замість середньої ставки депозитного процента (ДП) потрібно брати мінімальну ставку процента за доступними КБ вкладеннями $\text{ДВ}_{\min}$. Крім цього, до всіх рівнів премій за ризик потрібно додати і рівень премії за курсовий ризик (ПКР). Тоді формула 2.3 набуде вигляду:

$$\text{НПД} > \text{ДВ}_{\min} + \text{ПР} + \text{ПЛ} + \text{ПКР}. \quad (2.4)$$

Контроль стану інвестиційного портфеля повинен здійснюватися принаймні щодня в зв'язку з оперативним аналізом зміни курсів, дохідності й ліквідності ЦП. “Він має здійснюватися у розрізі обсягу портфеля, його структури, частки в активах банку, маржі між прибутком від інвестицій і відсотками за депозитами, частки у прибутку банку, галузевого і регіонального розміру портфеля, частки окремих цінних паперів. Крім того необхідно здійснювати оцінку портфеля в цілому з урахуванням усіх інвестиційних цілей. Ефективний портфель цінних паперів з оптимальною структурою можна сформулювати тільки в разі комплексності цих оцінок” [60, с.138].

Сьогодні в економіці України відбуваються значні зміни на краще, і банківська система повинна адекватно на них реагувати. На основі оцінки динаміки макроекономічних показників (додаток II) можна констатувати, що в 1998 р. відбулося поглиблення кризових явищ, і лише в 2000 р. почалося реальне зростання економіки. Так, за 2000-2002 рр. реальний приріст ВВП становив 20,9%, у т.ч. у 2002 р. – 4,6%. Обсяги промислового виробництва збільшились на 7,0%, продукції сільського господарства – на 1,9%.

Зміцніла національна грошова одиниця і стала однією з найстабільніших валют серед країн з перехідною економікою. Рівень монетаризації української економіки підвищився з 19,2% до 24,9%, а доларизації грошового обігу – знизився. Зросли золотовалютні резерви держави: з 1,4 млрд дол. – у 2000 р. до 3 млрд дол. – у 2001 р. та 4,4 млрд дол. на кінець 2002 р.

Причиною стримання інфляційних процесів стала істотна активізація заощаджень коштів населення в банках. Обсяги залишків на депозитах фізичних осіб протягом 2002 р. суттєво випереджали рівень зростання доходів населення. За рік заощадження зросли на 70,1%, в т.ч. у національній валюті – на 76,5%.

На 2002 р. припадає перехід від інвестиційної до споживчо-інвестиційної моделі розвитку. Протягом 2000-2001 рр. спостерігалась відчутна активізація інвестиційного процесу. Приріст інвестицій в основний капітал суттєво

перевищував темпи зростання ВВП. У 2000 р. він досяг 14,4%, у 2001 р. – 20,8%. На цій основі сформувалась інвестиційна модель розвитку [155, с.30].

Зважаючи на ці позитивні зрушення, балансовий капітал КБ, у свою чергу, за той самий період зріс у 1,5 рази і досягнув майже 10 млрд грн, статутний капітал – у 1,6 рази і перевищив суму у 6 млрд грн.

Чисті активи КБ (загальні активи за мінусом сформованих резервів під активні операції) у 2002 р. зросли на 34,3% і на 01.01.03 становили 63 896,0 млн грн (94,3% від загальної суми активів). Загальні активи КБ за цей рік збільшились на 33,5% (за 2001 р. – на 27,4%). Динаміка структури активів КБ України (табл. 2.2) показує, що вони зросли в основному за рахунок кредитного портфеля (45,6%), високоліквідних активів (16,8%), основних засобів і нематеріальних активів (36,9%).

Таблиця 2.2

Динаміка структури активів банків України [175, с.5]

Показники	За станом на				Динаміка	
	01.01.2002		01.01.2003		Абс. приріст, млн грн	Темп зростання, %
	Сума, млн грн	%	Сума, млн грн	%		
Загальні активи	50 785	100,0	67 774	100,0	16 989	33,5
Високоліквідні активи	7 744	15,2	9 043	13,3	1 299	16,8
Кредитний портфель	32 097	63,2	46 736	69,0	14 639	45,6
Вкладення у ЦП	4 390	8,6	4 402	6,5	12	0,3
Дебіторська заборгованість	2 081	4,1	1 410	2,1	- 671	- 32,2
Основні засоби	3 599	7,1	4 926	7,3	1 327	36,9
Нараховані доходи	712	1,4	937	1,4	225	31,6
Інші активи	161	0,3	319	0,4	158	97,8

Важливою умовою фінансової стабільності КБ та їх успішного розвитку є не лише збалансоване зростання активів, а й наявність їх раціональної структури та прогресивних структурних зрушень, спрямованих на диверсифікацію активних банківських операцій.

Дані табл. 2.2 свідчать, що за станом на 01.01.03 у структурі активів КБ 13,3% припадало на високоліквідні активи; 69,0% – кредитний портфель; 6,5% – вкладення у ЦП; 2,1% – дебіторську заборгованість; 7,3% – основні засоби і

нематеріальні активи; 1,4% - нараховані доходи до отримання; 0,4% – інші активи. Разом із тим, ЦП у структурі активів провідних країн світу складають 30% і більше.

У зв'язку з цим, доречно розглянути структуру активів КБ України через групування банків за критерієм розміру сумарних активів (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Критерій поділу КБ України на групи і число КБ у групах

	За станом на				
	01.01.99	01.01.2000	01.01.01	01.01.02	01.01.03
Найбільші КБ					
Критерій, млн грн	>1000	>1000	>1000	>1300	>1300
Число КБ	7	7	8	8	10
Великі КБ					
Критерій, млн грн	>100	>100	>100	>400	>500
Число КБ	24	38	52	12	12
Середні КБ					
Критерій, млн грн	>10	>10	>50	>150	>200
Число КБ	104	108	44	35	34
Малі КБ					
Критерій, млн грн	<10	<10	<50	<150	<200
Число КБ	45	11	50	97	101
Всього КБ	180	164	154	152	157

Основні показники розвитку українських КБ у групах за 1998-2002 рр., наведені у додатку К, переконують, що значна концентрація активів і кредитів відбувається в найбільших і великих банках. До того ж, значну частку кредитних ресурсів банківських установ складають їх власні кошти. Особливо це характерно для середніх і малих КБ, які не мають можливості залучати достатню кількість коштів через низьку довіру потенційних вкладників і дрібних клієнтів.

Загальні активи усіх КБ за 1998-2002 рр. зросли більше ніж утричі (у 3,2 рази). Це пов'язане, насамперед, з політикою НБУ щодо нарощування потенціалу банківської системи (постійно зростають вимоги до капіталу КБ і критерії їх віднесення до груп великих і середніх КБ). Загальні активи найбільших КБ за цей період також зросли в 3,2 рази, великих – в 1,6 рази, середніх – у 3,1 рази. При цьому активи малих КБ зросли найбільше – в 34 рази.

Якщо у 1998 р. їх частка у загальних активах банківської системи України була практично непомітна, то на початок 2003 р. загальні активи великих (12 КБ), середніх (34 КБ) і малих (101 КБ) банків майже зрівнялися. На наш погляд, причиною цьому є зростання майже втричі кількості КБ у групі при переході від групи малих до середніх, а потім від середніх до великих, а також критерій, за яким НБУ розподіляє КБ за групами.

Збільшення загальних активів банківської системи не може не вплинути на розвиток складових банківської діяльності – кредитний портфель, вкладення в ЦП, високоліквідні активи, кошти суб'єктів господарювання і вклади фізичних осіб.

На рис. 2.2. наведена динаміка високоліквідних активів (готівкові кошти та банківські метали, кошти до запитання в НБУ, кошти до запитання в інших КБ, строкові депозити в НБУ), а також систематичне зростання кредитів КБ і залучених коштів клієнтів. Щодо ж до вкладень в ЦП, то вони мають дещо інший характер.

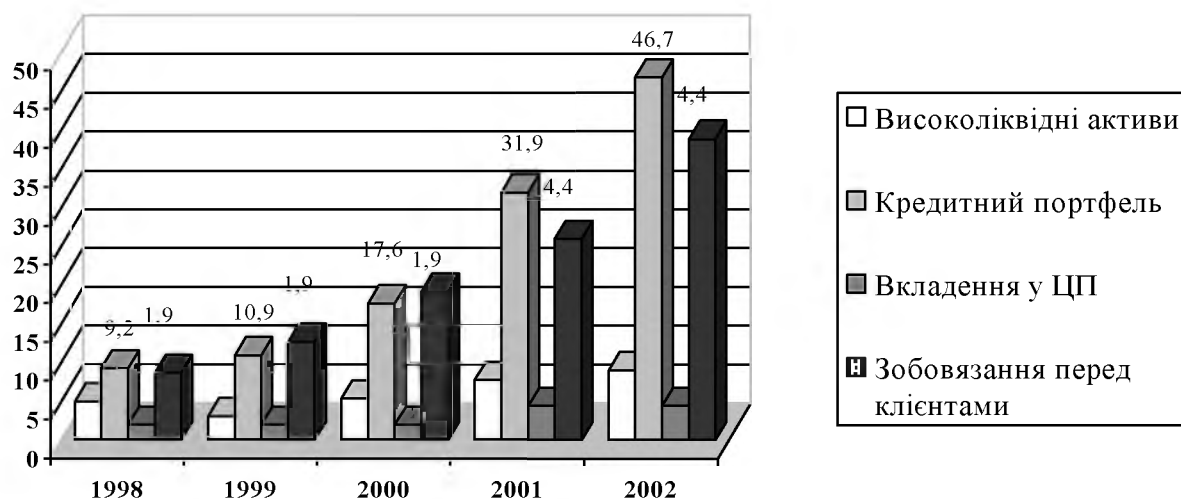


Рис. 2.2. Динаміка високоліквідних активів, кредитного портфеля, вкладень у ЦП і зобов'язань перед клієнтами КБ України, млрд грн (побудовано за даними [145-149]).

Через те, що незадовільний стан РЦП є прямим наслідком недосконалості законодавчої і нормативної бази, що його регулює, більшість КБ обмежуються кредитуванням. Так, обсяги банківського портфеля ЦП за період 1998-2000 рр.

були порівняно стабільними, тобто на рівні 2 млрд грн щороку, а у 2001-2002 рр. зросли до 4,4 млрд грн. Щодо кредитного портфеля, то він має чітку тенденцію до зростання. За 2002 р. кредитний портфель у структурі активів КБ збільшився з 63,2% до 69%, а портфель ЦП – зменшився з 8,7% до 6,5%.

Абсолютне зростання вкладень у ЦП у 2002 р. на 0,3%, в основному, відбулося за рахунок вкладень найбільших КБ при зменшенні вкладень великих КБ і помітному збільшенні вкладень малих і середніх КБ (рис. 2.3).

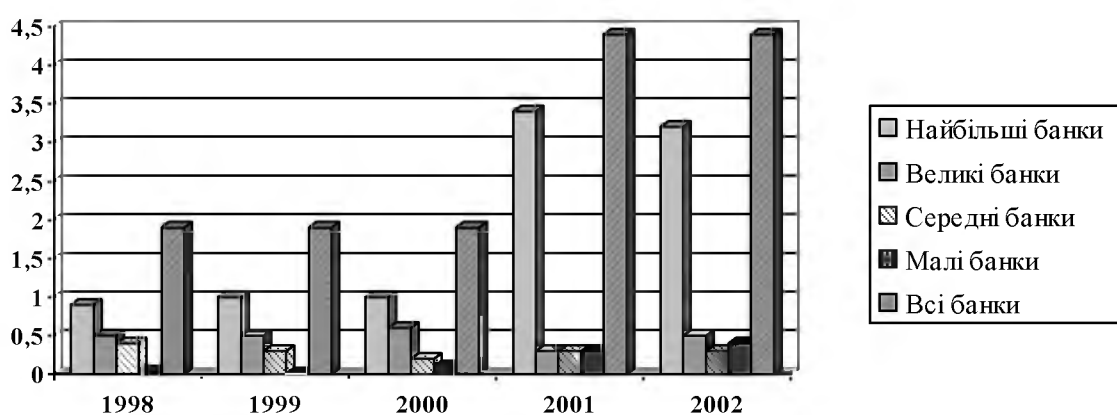


Рис. 2.3. Динаміка банківських вкладень у ЦП в Україні, млрд грн.
(побудовано за даними [145-149]).

Проведений нами аналіз динаміки та структури сукупного портфеля ЦП в цілому по банківській системі дав змогу виявити такі тенденції (табл. 2.4 і додаток Л):

1. КБ при здійсненні фінансового інвестування віддають перевагу вкладенням у ЦП. Практично за всіма видами ЦП банкіри підвищили розміри своїх портфелів “на інвестиції” (з 22,9% – у 2000 р. до 61,7% – у 2001 р. і 64,4% – у 2002 р.), одночасно зменшивши “на продаж” (з 77,1% – у 2000 р. до 38,3% у 2001 р. і 35,6% у 2002 р.).

Щодо вкладень в асоційовані та дочірні установи, то їх частка у фінансових інвестиціях банків зменшилась з 6,43% у 2000 р. до 3,42% у 2001 р. і 3,01% у 2002 р. Як було зазначено вище, така тенденція зумовлена зменшенням регулятивного капіталу КБ на вкладення в асоційовані та дочірні компанії. Тому

Таблиця 2.4

Структура фінансових інвестицій КБ України за 1998-2002 рр. (млн грн, %) ¹

Показники	1998		1999		2000		2001		2002	
	грн.	%	грн.	%	грн.	%	грн.	%	грн.	%
1. ЦП в портфелі КБ	1661	97,25	1723	95,14	1997	93,57	4198	96,58	4220,8	96,99
1.1. Боргові ЦП у портфелі КБ	174	10,19	588	32,47	850	39,83	632	14,54	1222,6	28,09
1.2. Акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком	199	11,65	326	18,00	592	27,74	591	13,60	683,8	15,72
1.3. Казначейські та інші ЦП, які рефінансує НБУ	1288	75,41	799	44,12	553	25,91	1125	25,88	2314,4	53,18
1.4. Боргові ЦП, емітовані НБУ	-	-	10	0,55	2	0,09	1850	42,56	-	-
2. Портфель пайової участі КБ	47	2,75	88	4,86	137	6,43	149	3,42	130,9	3,01
Всього фінансових інвестицій КБ	1708	100	1811	100	2134	100	4347	100	4351,7	100

¹ Примітка. Розраховано за даними додатку Л

тільки найбільші банки могли дозволити собі стати стратегічними інвесторами і робити вкладення в розмірі більше 10% статутного фонду компанії. Більшість же КБ не може вийти на РЦП як інвестор з істотною часткою участі через нормативи НБУ, що прив'язали вкладення банків у великі пакети акцій до їх власного капіталу.

2. Частка вкладень КБ у боргові інструменти перевищує частку вкладень у пайові інструменти. Так, частка перших в загальній вартості ЦП банків у 2000 р. склала 42,56%, у 2001 р. – 15,05%, у 2002 р. – 28,98%, а частка других відповідно по цих роках склала 29,64%; 14,08%; 16,20%.

Ринок облігацій підприємств почав свій розвиток тільки у 2000 р., тому основна маса банківських вкладень припадала на векселі. У 2001 р. склалась така ситуація, коли обсяги вкладень у боргові інструменти стали майже дорівнювати пайовим. Схожий стан справ спостерігався у 1998 р. (10,48% і

11,98% відповідно). У 2002 р. обсяг боргових інструментів майже в два рази перевищив пайові інструменти.

Зазначимо, що КБ не зацікавлені в придбанні корпоративних облігацій через те, що, по-перше, під них потрібно формувати резерви, причому значно більші, ніж під векселі, а, по-друге, при купівлі облігацій іншого КБ, перший буде змушений за вимогою НБУ знизити розмір свого капіталу на суму придбаних облігацій.

Однак, незважаючи на діючі обмеження, КБ в умовах надлишку ліквідності будуть вкладати кошти в облігації надійних емітентів. У багатьох великих українських КБ за 2002 р. портфелі корпоративних облігацій зросли практично з нуля до десятків мільйонів гривень, і ці операції будуть розвиватися, що зумовлено тим, що КБ краще купувати ЦП і тримати їх до погашення, ніж намагатися ними спекулювати. Поки на українську РЦП не буде створена критична маса ЦП, не буде прискорюватись їх обіг та збалансовуватись попит і пропозиція.

Через це сьогодні виникає така проблема: КБ не пропонують своїм клієнтам вихід на ринок корпоративних ЦП. При контакті клієнта з КБ з метою розміщення тимчасово вільних коштів більшість КБ пропонують строкові депозити. І оскільки більшість клієнтів не обізнані з тонкощами роботи на фінансовому ринку, то регулярно поповнюються банківські пасиви, за рахунок яких купуються потім доступні й для клієнта облігації.

Останніми роками у КБ скорочуються обсяги операцій з вексями, а в окремих КБ розформовані спеціалізовані підрозділи з вексельних операцій.

З метою вивчення основних тенденцій щодо операцій КБ з вексями Асоціацією українських банків (АУБ) був проведений моніторинг та опитування за період з 1999 до 2002 рр. У ньому взяли участь 32 КБ, що найактивніше здійснюють операції з вексями та формують загальну тенденцію розвитку банківського сегменту вексельного ринку. За класифікацією НБУ вони розподілились таким чином: 4 найбільших, 5 великих, 7 середніх та 16 малих КБ. За отриманими даними, обсяг операцій КБ з вексями у 2000 р.

значно зріс (у 6,35 рази порівняно з 1999 р.), але у 2001 та 2002 рр. постійно скорочувався (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Операції КБ з векселями у 1999 - 2002 рр. (тис. грн) [132, с.45]

Показник / рік	1999	2000	2001	2002
Обсяг	$\frac{5\,862\,774,42^*}{3\,580\,068,79^{**}}$	$\frac{37259966,71}{5\,990\,510,54}$	$\frac{18\,785\,239,41}{5\,954\,702,81}$	$\frac{5\,147\,755,37}{5\,147\,755,37}$
Темп зростання / падіння (%)	X	$\frac{535,53}{67,33}$	$\frac{-49,58}{-0,60}$	$\frac{-72,60}{-13,55}$
Доход	$\frac{104\,548,94}{104\,548,94}$	$\frac{182,998,07}{182\,998,07}$	$\frac{98\,279,63}{98\,279,63}$	$\frac{81\,141,36}{81\,141,36}$
Темп зростання / падіння (%)	X	$\frac{75,04}{75,04}$	$\frac{-46,29}{-46,29}$	$\frac{-17,44}{-17,44}$
Рентабельність (%)	$\overline{2,92}$	$\overline{3,05}$	$\overline{1,65}$	$\overline{1,58}$

* у чисельнику – дані по операціях з врахуванням фінансових векселів;

** у знаменнику – без врахування фінансових векселів.

Негативними тенденціями вексельного обігу є зниження загального рівня рентабельності операцій КБ з векселями, яка, збільшившись з 2,92% у 1999 р. до 3,05% у 2000 р., зменшилась до 1,58% у 2002 р. Таке зменшення можна пояснити зменшенням кількості ліквідних і дохідних інструментів на вексельному ринку, а також загальним падінням дохідності українського ринку капіталу.

Однак частка векселів у загальних обсягах торгів КБ у 2002 р. залишається значною (додаток М). Так, наприклад, у Приватбанку їх частка склала 59,1%, у Промінвестбанку – 88,5%, у “Надра” – 86,1%. При цьому векселями найбільш активно торгували банки з групи великих банків – Кредитпромбанк (98,5%), “Південний” (97,6%), “Фінанси та кредит” (92,6%), Український кредитний банк (92,3%) і Полтава-Банк (96,1%).

3. Тенденції, що характеризують інвестиції банків в акції, відповідають тенденціям, які виявлені при аналізі динаміки вкладень у боргові ЦП. У 1998-2000 рр. спостерігалось зростання вкладень в акції, у 2001 р. – зниження, а у

2002 р. – незначне поновлення тенденцій зросту (на 2,12% порівняно з попереднім роком). При цьому портфель акцій на продаж у 2001-2002 рр. був майже у два рази менший за портфель на інвестиції. Частка акцій на інвестиції зросла з 5,66% у 1998 р. до 10,92% у 2002 р.

Показовою є статистика участі КБ на ринку корпоративних ЦП через членство у ПФТС (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Банки-учасники ПФТС¹

Показник	1998	1999	2000	2001	2002
Кількість учасників ПФТС	275	249	197	167	144
Кількість зареєстрованих КБ	214	204	195	189	182
Кількість банків-учасників ПФТС	79	76	75	65	68
Частка КБ у загальній кількості членів ПФТС, %	28,73	30,52	38,07	38,92	47,22
Частка КБ, що є членами ПФТС, у загальній кількості КБ, %	36,92	37,25	38,46	34,39	37,36

¹Примітка. Складено за даними ПФТС

Незважаючи на те, що кількість банків-учасників ПФТС зменшилась з 79 у 1998 р. до 68 у 2002 р., якісні показники участі, навпаки, поліпшились. Так, частка КБ серед членів ПФТС за той самий період збільшилась з 28,72 до 47,22%. На нашу думку, це є позитивною тенденцією, оскільки це викликано відповідним рівнем їхньої капіталізації, жорсткою та дієвою системою контролю, чого не мають поки що інші учасники фондового ринку.

4. Зростає інтерес КБ до казначейських та інших ЦП, що рефінансуються НБУ. Так, їх частка у банківському портфелі ЦП зменшилась з 77,54% (максимальний показник) у 1998 р. до 26,80% у 2001 р., а у 2002 р. зросла до 54,83%, тобто майже вдвічі порівняно з попереднім роком. Таку нестабільність структурної частки державних ЦП та ЦП, що підлягають рефінансуванню НБУ, можна пояснити зміною кон'юнктури ринку державних боргових зобов'язань, тобто кризою восени 1998 р., стагнацією у 1999-2001 рр. і поживавленням ринку у 2002 р.

Якщо порівняти середньозважену кредитну ставку з середньозваженою дохідністю за державними облігаціями по роках, то виявиться, що з 1996 по 1998 рік дохідність за облігаціями мала тенденцію до збільшення, а у 1998 р. вони були майже на одному рівні (рис. 2.4).

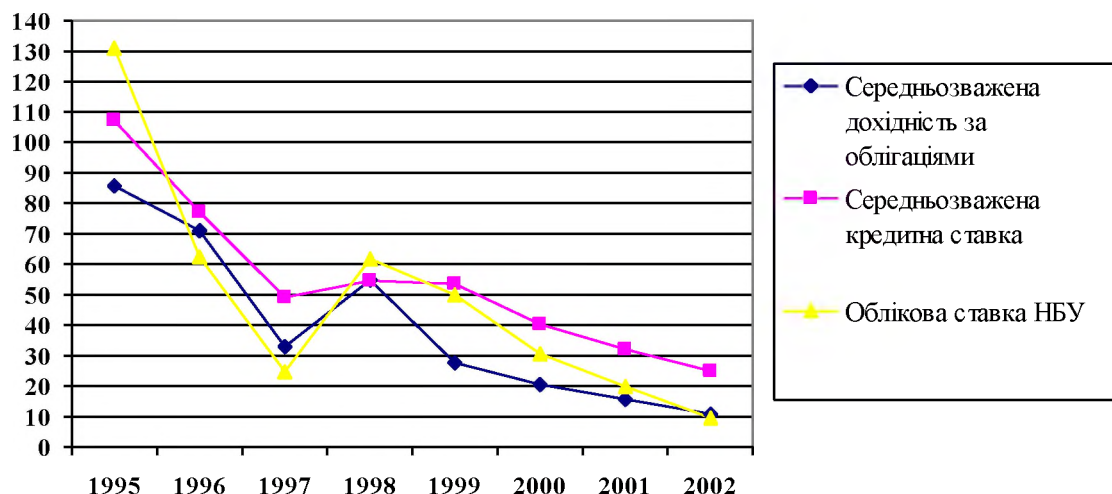


Рис. 2.4. Динаміка основних монетарних показників за 1995-2002 рр., %¹ (побудовано за даними [16]).

Зазначимо, що середні і малі КБ упродовж 2002 р. практично не здійснювали вкладень в ОВДП та інші боргові інструменти, що рефінансуються НБУ. Найбільшими торговцями ОВДП серед КБ є “Аваль”, у якого ці інструменти склали 90,4% від загального обсягу торгів банку, “Ощадбанк” (85%) і ПУМБ (75,7%).

Позитивно можна сприймати появу у банківській практиці Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на перерахування іноземної валюти за межі країни з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України [116] від 17.02.03, що дозволило фізичним і юридичним особам України купувати єврооблігації (раніше такої можливості не було).

За оцінками банкірів, за умови обмеженості ліквідних і надійних ЦП, кожний банк з групи найбільших КБ, як би він не планував свою діяльність, в кінці робочого дня стикається з 10-15 млн дол., які немає куди вкласти. Дуже часто ці гроші потрапляють на кореспондентські рахунки західних банків-кореспондентів під 1,2-1,6%, тобто фактично ніякого доходу не одержується.

Для КБ було б цікавіше розмістити вільні кошти в єврооблігації з більш високою доходністю.

5. Частка корпоративних ЦП у 2001 р. була зменшена насамперед за рахунок збільшення банківських вкладень у боргові ЦП, емітовані НБУ (депозитні сертифікати). Якщо частка останніх у загальній кількості ЦП банків у 1998 р. складала 0%, у 1999 р. – 0,58%, у 2000 р. – 0,10%, то у 2001 р. – 44,07% (в т.ч. 1,43% – на інвестиції). У 2002 р. вкладення в них припинилось.

Загалом же, аналіз показує, що зацікавленість українських КБ у здійсненні фінансових інвестицій зростає з кожним роком. Проте нерозвинений РЦП стримує розвиток економіки шляхом залучення фінансових інвестицій, не дозволяє диверсифікувати банківські ризики через відсутність достатньої кількості ліквідних ЦП, і, як наслідок, обмежує можливості одержання КБ доходів від операцій з фінансовими інструментами.

2.2. Здійснення фінансових інвестицій страховими компаніями

В Україні страховий бізнес має певні відмінності, що відрізняє його від діяльності іноземних страховиків. У зв'язку з цим впроваджені на Заході схеми взаємодії страхових організацій з фінансовим ринком у нас започатковані частково або відсутні взагалі.

Зазначимо, що до початку 90-х рр. в СРСР існувала державна монополія галузі страхування, яке розглядалось як складова сфери державних фінансів з регіональною інфраструктурою відділень Держстраху. Система страхування передбачала добровільне страхування життя і майна громадян, обов'язкові відрахування підприємств на соціальне страхування своїх працівників і деякі інші види. Державний страховий фонд частково використовувався на фінансування капітальних вкладень. З початком ринкових перетворень страхові компанії (СК), довірчі товариства та інші фінансові інститути своєю діяльністю призвели до знецінення грошової маси та руйнації товарного ринку. Фінансові інвестиції в умовах гіперінфляції втратили свій сенс.

У післяінфляційний період розвиток українського страхування відбувається вельми повільно, що зумовлюється багатьма причинами: досить жорстким податковим законодавством щодо діяльності СК; нерозвиненістю РЦП і обмеженими можливостями в розміщенні страхових резервів; сильними інфляційними очікуваннями і низьким платоспроможним попитом громадян тощо. Про те, що український страховий ринок знаходиться на початковій стадії розвитку, свідчить велика кількість страхових компаній – 338 (на 01.01.03) – і мізерний процент залученого у процес страхування населення. Крім того, в Україні страхується лише 10% потенційних ризиків, тоді як на Заході – 90-95%. Питома вага нашої країни у світовому ринку сягає лише 0,01% і менше 0,05% обсягу страхових послуг, що надаються в Європі, при тому, що в Україні проживає понад 7% населення Європи та є великий промисловий, аграрний і науковий потенціал. Зокрема обсяг наданих страхових послуг в Україні у 1999 році був менший від аналогічних показників у Німеччині – у 492 рази, Франції – у 436 разів, Росії – у 14 разів, Польщі – у 16 разів [162, с.362]. Відношення страхових виплат до страхових премій, передбачених полісами, в Україні складає 12,2%, тоді як у світовій практиці – 70%.

Загальний обсяг страхових виплат у 2002 р. становив лише 543,1 млн грн (табл. 2.7). Рівень виплат з добровільного майнового страхування дорівнював 7%, а страхування відповідальності – 16%, тоді як у західноєвропейських країнах вважається нормальним рівень страхових виплат у страховиків, що займаються ризиковими видами страхування, в обсязі не менше 70% обсягу страхових премій; у розвинутих країнах відношення страхових виплат до зібраних премій наближається до 90%. “На думку фахівців, майже незмінним протягом 2001-2002 рр. рівень страхових виплат в Україні свідчить про те, що обсяги реального страхування залишаються постійними, коло клієнтів – незмінним, і відбувається лише їх перерозподіл” [6, с.30].

У 2002 р. було сплачено за договорами перестрахування 2,1 млрд грн (47% загального обсягу отриманих СК України премій), у тому числі за кордон 1,3 млрд грн. Як і раніше, провідні позиції на ринку перестрахування утримують

Таблиця 2.7

Показники розвитку страхування в Україні за 1996-2002 рр., млн грн¹

Показники за роками	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Страхові премії, в т.ч.	317,8	408,4	789,2	1 164,1	2 137,8	3 030,5	4 442,1
майнове страхування	117,2	221,2	561,5	716,9	1 480,6	2 222,3	3 413,8
особисте страхування	59,1	49,5	60,1	88,7	154,7	199,1	257,6
страхування відповідальності	28,7	30,3	70,1	180,2	202,9	243,0	341,2
недержавне обов'язкове страхування	66,4	72,9	68,1	153,9	238,4	276,8	350,5
державне обов'язкове страхування	13,0	15,9	16,5	16,8	51,2	73,6	55,1
страхування життя	33,4	18,6	12,9	7,6	10,0	15,7	23,9
Страхові виплати	147,3	129,2	177,8	360,9	408,1	424,1	543,1
Віддано у перестраховання, в т.ч.	55,5	63,1	238,5	451,2	952,0	1494,6	2100,0
перестраховикам-нерезидентам	36,8	42,5	132,9	277,3	518,9	785,5	1300,0
Сформовані страхові резерви на 01.01.	92,7	159,8	447,7	537,0	944,9	1 184,2	1 898,2
Обсяг сплачених статутних фондів на 01.01.	64,2	118,7	150,6	327,9	505,6	1 036,8	1 550,5

¹ Примітка. Складено за даними [32, 110]

компанії-нерезиденти з країн Балтії, Росії, Молдови, Німеччини та Швейцарії. Сьогодні необхідністю є пошук оптимального співвідношення між частками ризиків, що передаються у перестраховання за кордон, і тими, що залишаються в Україні. Потрібно заборонити проведення українськими СК операцій з перестраховання з компаніями, зареєстрованими в офшорних зонах і країнах, які знаходяться в “чорному списку” FATF, а також встановити певні обмеження на перестраховання у страховиків-нерезидентів, рейтинг яких нижче визначеного.

Разом з тим, український страховий ринок вважається досить перспективним. Наведена динаміка розвитку страхування в Україні свідчить про суттєві темпи зростання, зокрема: збільшилися обсяги страхових операцій по всіх галузях і видах страхування; зросли показники фінансової стійкості СК, намітились тенденції до концентрації страхового капіталу (табл. 2.7 і 2.8).

Таблиця 2.8

Темпи розвитку страхування в Україні за 1996-2002 рр.¹

Показники за роками, %	97/96	98/97	99/98	2000/99	2001/ 2000	2002/ 2001
Страхові премії, в т.ч.	1,29	1,93	1,48	1,84	1,42	1,47
майнове страхування	1,89	2,54	1,28	2,07	1,5	1,54
особисте страхування	0,84	1,21	1,48	1,74	1,29	1,29
страхування відповідальності	1,05	2,31	2,57	1,13	1,2	1,4
недержавне обов'язкове страхування	1,1	0,93	2,26	1,55	1,16	1,27
державне обов'язкове страхування	1,24	1,04	1,01	3,05	1,44	0,75
страхування життя	0,55	0,69	0,59	1,31	1,57	1,52
Страхові виплати	0,88	1,38	2,03	1,13	1,04	1,28
Віддано у перестраховання, в т.ч.	1,14	3,78	1,89	2,11	1,57	1,41
перестраховикам-нерезидентам	1,16	3,06	2,09	1,87	1,51	1,65
Сформовані страхові резерви на 01.01.	1,72	2,8	1,2	1,76	1,25	1,6
Обсяг сплачених статутних фондів на 01.01.	1,85	1,27	2,18	1,54	2,05	1,49

¹ Примітка. Розраховано за даними [32, 110]

Можна стверджувати, що у перспективі концентрація СК значних фінансових ресурсів може перетворити страхування у суттєвий важіль розвитку національної економіки шляхом активізації інвестиційної політики.

Інвестиційна політика страховика залежить від його фінансового потенціалу, який представляє собою фінансові ресурси, що використовуються для страхових операцій та інвестиційної діяльності. Він складається з власного, залученого та позичкового капіталу, причому через специфіку страхування два останні повинні перевищувати власний капітал (рис. 2.5).

Страхова та інвестиційна діяльність СК органічно пов'язані між собою, незважаючи на те, що метою першої є захист від ризику і покриття збитків, а другої – одержання доходу. Доречним можна вважати у ЗУ “Про внесення змін до Закону України “Про страхування” [43] збільшення розмірів статутних фондів СК. Так, розмір статутних фондів страховиків, які займаються ризиковими видами страхування, протягом двох років з початку дії Закону повинен бути збільшений до 500 тис. євро (у попередньому Законі норматив

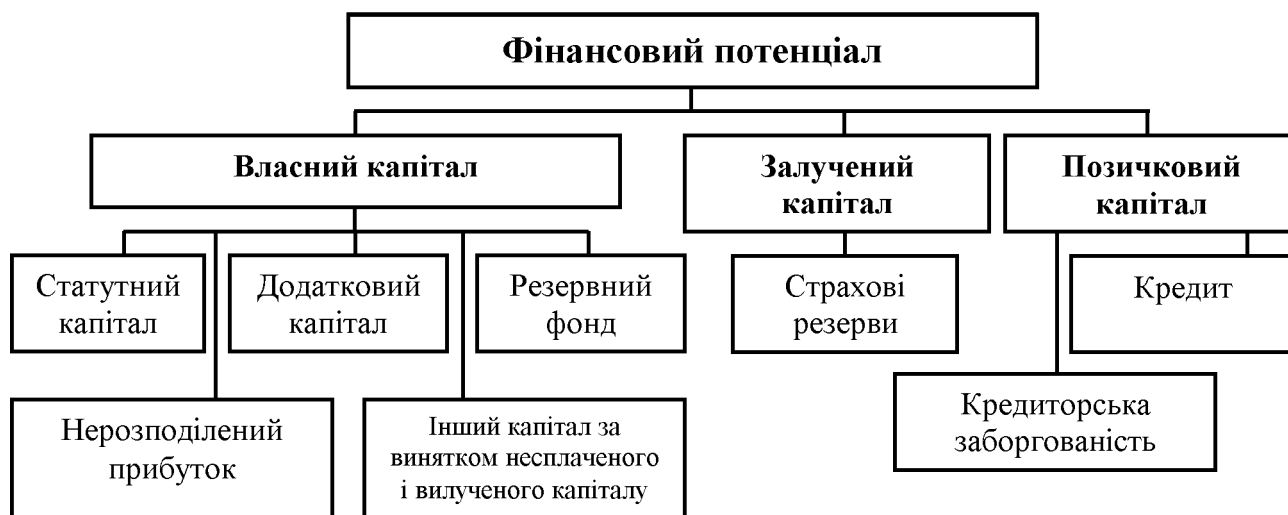


Рис. 2.5. Структура фінансового потенціалу СК

становив – 100 тис. ЕКЮ), а протягом ще одного року – до 1млн євро; розмір статутних фондів страховиків, які займаються страхуванням життя, відповідно – до 750 тис. євро і до 1,5 млн євро. Разом з тим, ці нормативи значно нижчі від середньоєвропейських і світових.

У 2002 р. сплачений статутний фонд у 1 млн євро мали 76 СК, 500 тис. - 1 млн євро – 86 СК, 100 тис.-500 тис. – 121 СК. При цьому 51 СК мала статутний фонд менше 100 тис. євро. Сума страхових премій минулого року склала 4 442,1 млн грн (зросла у 1,46 рази порівняно з 2001 р.), причому різко відчувається розмежування на лідерів і аутсайдерів: 30 найбільших СК зібрали 63,8% страхових премій, а 50 – контролюють 77,6% ринку, 5 СК розподіляють між собою 22,6% ринку. Лише 51 СК у 2002 р. зібрала більше 20 млн грн страхових премій, тобто такий обсяг, при якому економічно ефективним є сплачений статутний фонд у 1 млн євро. Очевидно, саме у цієї групи лідерів є найбільш вагомі шанси залишитися на страховому ринку та забезпечити його розвиток.

Другу групу складають 85 СК з річною сумою страхових платежів від 5 до 20 млн грн. У них також є шанси залишитись на ринку і визначити нижню конкурентну планку для страхового бізнесу. Найбільша група (118 СК), яка утворює групу ризику, оперує надходженнями від 0,5 до 5 млн грн. Зовсім проблемною є група з 83 СК, у яких надходження менше 0,5 млн грн. Ці СК

можуть бути ліквідовані або поглинуті більш крупними. Таким чином, долю двох останніх груп має визначити конкурентне середовище. У результаті це призведе до зникнення з ринку слабких СК, а сам він буде переділений.

Наведені у табл. 2.7 дані свідчать про те, що обсяг сплачених статутних фондів невинно зростає; ці кошти перебувають на поточних рахунках і можуть бути інвестовані. За винятком 40% матеріальних активів, до інвестування були придатні: у 1996 р. – 38,5; у 1997 р. – 71,1; у 1998 р. – 90,3; у 1999 р. – 196,7; у 2000 р. – 303,4; у 2001 р. – 622,1; у 2002 р. – 930,3 млн грн.

Капітал СК складається з сум сплачених статутних фондів і зібраних страхових премій. Для того, щоб зрозуміти потенційні можливості страхування, порівняємо обсяги капіталу СК з обсягами ВВП (табл. 2.9). Сума інвестиційних ресурсів СК має тенденцію до збільшення. До 1999 р. вона не перевищувала 1%, а вже у 2002 р. склала майже 2,5% ВВП і зросла у 5,5 рази порівняно з 1996 р. (аналогічний показник для розвинутих країн – 8-12%).

Таблиця 2.9

Капітал СК у 1996-2002 рр.¹

Показники	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Сума страхових премій і грошової частки статутного фонду (млн грн)	356,3	479,5	880,0	1360,8	2441,2	3652,6	5372,4
ВВП (млрд грн)	81,5	93,4	102,6	130,4	170,1	204,2	220,6
Частка суми страхових премій і грошової частки статутного фонду у ВВП, %	0,44	0,51	0,86	1,04	1,44	1,79	2,44

¹ Примітка. Розраховано за даними Держкомстату і Ліги страхових організацій України

Якщо порівняти темпи зростання ВВП і капіталу СК, то отримаємо таку картину: останній зростає відносно ВВП випереджаючими темпами. Зростання ВВП виглядає так: 1997 р. – 114,5%; 1998 р. – 111,3%; 1999 р. – 127,1%; 2000 р. – 130,4%; 2001 р. – 120,0%; 2002 р. – 108,0%, а зростання інвестиційних ресурсів – відповідно, 134,6; 183,5; 154,6; 179,4; 149,6; 147,1%. Наведене ще раз

підтверджує, що частка страхового ринку збільшується, і це є важливою передумовою економічного розвитку.

Якщо у період організації СК її базовим елементом є власний капітал, то другим чинником у формуванні її фінансового потенціалу є інвестиційна діяльність, коли вкладення коштів забезпечує певний дохід. Предметом безпосередньої діяльності СК можуть бути лише: 1) страхування; 2) перестрахування; 3) операції, пов'язані з розміщенням страхових резервів; 4) управління страховими резервами [43]. Останні два й складають інвестиційну діяльність страховика.

Страхові резерви утворюються СК з метою забезпечення майбутніх виплат страхових сум і страхового відшкодування залежно від видів страхування (перестрахування). Вони поділяються на технічні резерви і резерви із страхування життя (рис. 2.6).



Рис. 2.6. Система страхових резервів в Україні

З ризикових видів страхування страховики повинні створювати такі технічні резерви: а) незароблених премій (премій), які включають частки від сум надходжень страхових платежів (страхових внесків, страхових премій), що відповідають страховим ризикам, які не минули на звітну дату; б) збитків, що включають зарезервовані несплачені страхові суми та страхові відшкодування за відомими вимогами страхувальників, з яких не прийнято рішення щодо виплати або відмови у виплаті страхової суми чи страхового відшкодування.

Зі страхування життя необхідно створювати такі резерви: а) довгострокових зобов'язань (математичні резерви); б) належних виплат страхових сум.

Величина перших обчислюється актуарно окремо за кожним договором згідно з методикою формування резервів із страхування життя з урахуванням темпів зростання інфляції.

Резерви із страхування життя формуються шляхом відрахування частини страхової премії, що призначена для страхових виплат та частини інвестиційного доходу від розміщення тимчасово вільних коштів СК. Загальний розмір резервів із страхування життя визначається як сума резервів кожного окремого договору страхування життя. Розрахунки виконуються на базі таблиць смертності та норм дохідності з інвестування тимчасово вільних коштів.

В Україні відповідно до ЗУ “Про страхування” було затверджене Положення Про порядок формування, розміщення і обліку страхових резервів за видами страхування, інших ніж страхування життя [95], з якого випливає, що СК має право робити за рахунок тимчасово вільних коштів страхових резервів і капітальні, і фінансові інвестиції. Проте капітальні інвестиції обмежуються лише правом придбання нерухомого майна. Щодо фінансових інвестицій, то вони мають бути лише портфельними, а не прямими.

З метою забезпечення диверсифікованості активів страховиків обсяги технічних резервів повинні бути представлені однією або кількома з таких категорій активів: грошові кошти на поточному рахунку; банківські вклади (депозити); валютні вкладення згідно з валютою страхування; нерухоме майно; акції, облігації; ЦП, що емітуються державою; права вимог до перестраховиків; інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними КМ України; банківські метали; кредити страхувальникам-громадянам, що уклали договори страхування життя, в межах викупної суми на момент видачі кредиту під заставу викупної суми; готівка у касі в обсягах лімітів залишків каси, встановлених НБУ.

При цьому розмір окремих категорій активів приймається для надання технічних резервів і обліковується як розміщення цих резервів в обмежених обсягах (додаток В, табл. В.1).

Розробка норм розміщення страхових резервів переслідує три мети:

1) розміщення резервів страховиками повинне співпадати в часі та просторі з їх зобов'язаннями. Це означає, що розміщення, які здійснюють страховики, повинні відповідати вимогам страхового захисту, ліквідності й дохідності, вкладатися на строк, що співпадає з часом дії взятих зобов'язань;

2) інвестиції повинні бути обмежені сферою національної економіки. З одного боку, так нівелюється ризик, пов'язаний з обмінними курсами, а з іншого – довгострокові інвестиції сприяють задоволенню потреб національної економіки у капітальних вкладеннях;

3) норми розміщення можуть визначати і спрямовувати інвестиційні ресурси СК у конкретні галузі економіки, які необхідно розвивати у певних регіонах, або у конкретний період часу [105, с.171].

Для прикладу, “директивами ЄС встановлені такі розміри обсягів інвестицій страхових резервів для страхових організацій країн-членів ЄС: вкладення у нерухомість – не більше 10% загального обсягу резервів з кожного об'єкту, вкладення в акції, що котируються, і гарантовані кредити – не більше 10% розміру резервів з кожного виду зазначених резервів, інвестиції у незабезпечені кредити – не більше 5% з кожного їх виду, в акції, що не котируються, – не більше 10% у сукупності вкладень, у готівку – не більше 3% загальної суми резервів” [69, с.35]. У додатку Н наведені максимально допустимі частки інвестицій для страховиків у країнах Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР).

Що стосується страхування життя, то, крім вищезазначених категорій вкладень, резерви можуть використовуватися також для довгострокового кредитування житлового будівництва. Слід зазначити, що це єдиний вид кредитування, який дозволено здійснювати страховикам.

Не менше 90% страхових резервів повинні бути розміщені на території України, якщо інше не передбачено чинним законодавством та міжнародними угодами, що укладені Україною.

Щодо спрямування інвестиційних ресурсів СК у конкретні галузі економіки, то ці галузі визначені Постановою КМУ “Про затвердження

Напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів” [112]. Зокрема, це розроблення та впровадження високотехнологічного устаткування, іншої інноваційної продукції; ресурсо- та енергозберігаючі технології; розвиток інфраструктури туризму; добування корисних копалин; перероблення відходів гірничо-металургійного виробництва; будівництво житла; розвиток транспортної інфраструктури, у тому числі будівництво та реконструкція автомобільних доріг; розвиток сектору зв’язку та телекомунікацій.

Таблиця 2.10

Розподіл за активами страхових компаній України в 2002 р. ¹

Інтервали питомого обсягу, %	Відносна частота (W_i) розподілу за активами станом на 01.01.03				
	основні засоби	довгострокові фінансові інвестиції	поточні фінансові інвестиції	кошти та їхні еквіваленти	інші активи
0-10	0,6	0,5	0,78	0,18	0,27
10-20	0,18	0,07	0,06	0,22	0,18
20-30	0,11	0,11	0,07	0,15	0,16
30-40	0,05	0,08	0,03	0,16	0,15
40-50	0,03	0,05	0,01	0,12	0,09
50-60	0,01	0,05	0,03	0,09	0,08
60-70	0,01	0,05	0,01	0,04	0,03
70-80	0,01	0,05	0,01	0,01	0,01
80-90	0	0,02	0,01	0,02	0,02
90-100	0	0,01	0	0,01	0,01
Разом	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

¹ Примітка. Розраховано за даними 114 СК Ліги страхових організацій України

Показовим є розподіл активів СК України, що займаються страхуванням, іншим, ніж страхування життя, на 01.01.03 (табл. 2.10). При цьому використано закон розподілу випадкової величини X питомого обсягу груп активів, коли цей показник згрупований з інтервалом рівномірної ширини $h=10\%$. Тоді розмах припустимих значень X (0-100%) ділиться на 10 інтервалів, і в i -тий інтервал потрапляє визначена кількість страховиків n_i при загальній кількості СК n . Відносна частота W_i визначається за формулою:

$$W_i = n_i / n. \quad (2.5)$$

За даними таблиці побудовано гістограми щільності відносних частот, наведені в додатку П (рис. П.1).

Аналіз свідчить, що питома вага довгострокових і поточних фінансових інвестицій у структурі балансів СК є незначною і наближаються до нуля. При цьому частка довгострокових вкладень дещо перевищує поточні. Питомі обсяги інвестицій розподілені в інтервалі від 0% до 40%, що свідчить про те, що страховики здебільшого формують свої активи з інших інструментів. Так, більшу частину в структурі активів мають грошові кошти та їх еквіваленти, а також інші активи. За питомим обсягом коштів та їх еквівалентів більшість СК України має розподілення від 20 до 70%, а за питомим обсягом інших активів – від 10 до 70%. Таким чином, можна стверджувати про наявність у страховиків значних ліквідних коштів.

На основі вищенаведеного алгоритму аналізу розраховано необхідні показники розподілу, що подані у табл. 2.11.

Таблиця 2.11

Характеристика розподілу за активами СК в 2002 р. ¹

Інтервали питомого обсягу, %	Ймовірність									
	основних засобів		довгостроко- вих фінансових інвестицій		поточних фінансових інвестицій		грошових коштів та їх еквівалентів		інших активів	
	емпір.	теор.	емпір.	теор.	емпір.	теор.	емпір.	теор.	емпір.	теор.
0-10	0,6	0,46	0,5	0,35	0,78	0,6	0,18	0,3	0,27	0,32
10-20	0,18	0,25	0,07	0,23	0,06	0,24	0,22	0,2	0,18	0,22
20-30	0,11	0,132	0,11	0,15	0,07	0,09	0,15	0,14	0,16	0,15
30-40	0,05	0,071	0,08	0,1	0,03	0,03	0,16	0,11	0,15	0,1
40-50	0,03	0,04	0,05	0,06	0,01	0,01	0,12	0,08	0,09	0,07
50-60	0,01	0,022	0,05	0,04	0,03	0,01	0,09	0,06	0,08	0,05
60-70	0,01	0,012	0,05	0,03	0,01	0,005	0,04	0,04	0,03	0,039
70-80	0,01	0,007	0,05	0,02	0,01	0,005	0,01	0,03	0,01	0,021
80-90	0	0,004	0,02	0,01	0,01	0,005	0,02	0,02	0,02	0,02
90-100	0	0,002	0,01	0,01	0	0,005	0,01	1,02	0,01	0,01
Разом	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

¹ Примітка. Теоретичні значення ймовірності наведені у таблицях Н.М.Внукової, С.І.Чернишова і С.В.Сокіл [22]

Графічний метод дослідження, який ми застосували, дозволив встановити, що питома вага основних засобів, довгострокових фінансових інвестицій,

поточних фінансових інвестицій, коштів та їх еквівалентів, інших активів у загальному обсязі активів розподіляється за експонентами.

У додатку П (рис. П.2) наведено полігон розподілу активів СК із теоретичною та емпіричною кривими розподілу. Теоретичні криві наближені до емпіричних, що є підтвердженням експоненціального закону розподілу.

Порівняно з українськими страховиками, у російських СК дуже велику частину (від 30 до 90%) активів складають довгострокові фінансові інвестиції. Розподіл поточних фінансових інвестицій практично не відрізняється від розподілу цих активів в українських страховиків. А щодо розподілу коштів та їх еквівалентів, а також інших активів, то у російських страховиків він перебуває в інтервалі від 10 до 30%, а в українських, як було зазначено вище, – в інтервалі від 20 до 70%.

У цілому, СК України формують страхові резерви за різними напрямками інвестування. Станом на 01.01.03 страхові резерви склали 1 898,2 млн грн, що більше у 20,5 разів порівняно з 1996 р. (див. табл. 2.7).

Структура активів за сформованими страховими резервами подана на рис. 2.7.

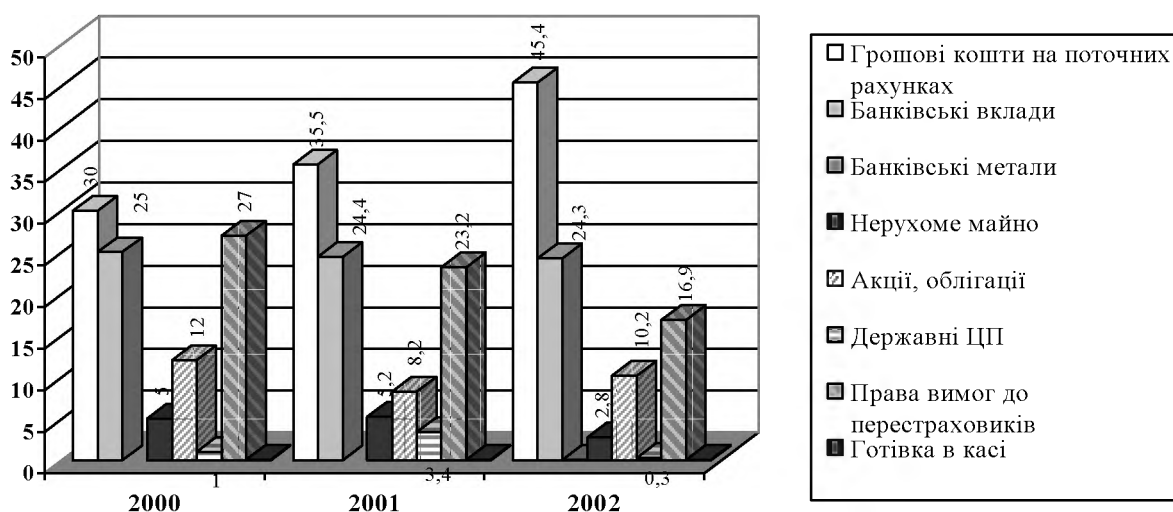


Рис. 2.7. Структура активів, якими представлено сформовані страхові резерви у 2000-2002 рр., %
(побудовано за даними [32]).

Подібні тенденції спостерігаються також у динаміці технічних резервів 329 страховиків, що займаються страхуванням, іншим ніж страхування життя (додаток Р).

Представлений розподіл для цих страховиків свідчить, що СК збільшують вкладення коштів у дохідні ЦП. Якщо у 1994 р. частка грошових коштів та їх еквівалентів складала 75%, то з часом зниження процентів по депозитах спонукало страховиків до переорієнтації інвестиційних портфелів на більш дохідні, але менш ліквідні активи. Однак доводиться констатувати, що “майже кожна четверта гривня (24,4%) технічних резервів лежить на строкових вкладах у банках. А разом з коштами на розрахункових рахунках у банках обертається 60% (!) усіх технічних резервів страховиків” [26, с.23].

Для прикладу, західні СК через високий розвиток РЦП, який є джерелом високоприбуткових, але ризикових вкладень, мають змогу забезпечити віддачу на вкладений капітал, що, як мінімум, у два рази перевищує проценти у КБ. Останні десятиріччя загальною тенденцією їх інвестиційної політики є зменшення частки короткострокових вкладень і збільшення довгострокових. Найбільш показовими є зрушення в структурі активів французьких СК у 1980-1990 рр. (табл. 2.12).

Таблиця 2.12

Структура активів французьких СК, % [179]

	1980	1990
Ліквідні активи	13	7
Облігації	42	42
Цінні папери грошового ринку	0	7
Акції і паї інвестиційних фондів	27	34
Короткострокові позички	12	8
Середньо- і довгострокові позички	6	2
Всього	100	100

Для того, щоб активізувати вкладення українських страховиків у ЦП, необхідно істотно розширити обсяг операцій довгострокового страхування життя. Це викликано, по-перше, тим, що накопичення капіталу у компаній із страхування життя має більш стійкий характер порівняно з іншими фінансово-

кредитними установами, а по-друге, ці СК зацікавлені у дохідному розміщенні своїх коштів і менше за інші інститути потребують зовнішнього фінансування, тому ліквідність для них не є гострою проблемою.

В Україні частка страхування життя у загальних показниках страхового ринку складає лише 0,54% (або 23,9 млн грн). У цілому країна займає 83 місце у світі за цим видом страхування. Перебороти недовіру до СК можна лише шляхом підвищення останніми іміджу надійних і стабільних інститутів. Поки що за експертними оцінками частка страхувальників життя складає 10% населення (5% – фізичні особи і 5% – підприємства і компанії, які страхують своїх співробітників або майно).

Якщо проаналізувати рейтинг Ліги страхових організацій України, то активи лідируючої СК, що займається ризиковими видами страхування, – харківської “Лемми” – склали у 2002 р. 465,7 млн грн. У страховиків життя цей показник на порядок менше: найбільший – АСКА-Життя – мав активи у розмірі близько 8 млн грн. (табл. 2.13).

Таблиця 2.13.

Активи СК із страхування життя станом на 01.01.03, тис. грн¹

Назва	Активи					
	Всього	Основні засоби	Довгострокові фінансові інвестиції	Поточні фінансові інвестиції	Грошові кошти та їх еквіваленти	Інші активи
АСКА-життя	7 841,8	238,5	3 518,8	2 120,0	14,8	1 949,7
“Арта”	7 805,8	258,7	6 690,0	–	851,9	5,2
Граве-Україна	6 970,0	1197,1	–	–	4 033,4	1 739,5
ТАС	5 897,9	201,9	25,0	–	5 546,8	124,2
Гарант-ЛАЙФ	4 794,6	242,5	–	4 370,0	164,8	17,3
Юпітер	1 534,0	1 095,7	–	–	432,3	6,0
Надія	1 486,1	98,8	705,7	–	14,2	667,4
ЕККО	874,3	238,3	240,0	–	341,8	54,2
УПСК-життя	497,0	–	–	–	21,8	475,2
Всього	37 701,5	3 571,5	11 179,5	6 490,0	11 421,8	5 038,7

¹ Примітка. Складено за даними Ліги страхових організацій України

Дані таблиці засвідчують, що частка основних засобів у загальній кількості активів компаній із страхування життя складає 9,5% (у 2001 р. 8,31%); довгострокових фінансових інвестицій – 29,6% (31,69%); поточних фінансових

інвестицій – 17,2% (26,67%); грошових коштів та їх еквівалентів – 30,3% (12,78%); інших активів – 13,4% (20,55%). Це підтверджує думку, що ці СК мають більше можливостей для довгострокового інвестування порівняно з компаніями, що займаються страхуванням, іншим ніж страхування життя. Так, у останніх частка основних засобів складає 8,43%; довгострокових фінансових інвестицій – 21,21%; поточних фінансових інвестицій – 11,98%; грошових коштів та їх еквівалентів – 25,44%; інших активів – 32,94%.

Зазначені тенденції підтверджує і структура резервів із страхування життя у 2002 р. (додаток С). Так, грошові кошти на поточних рахунках і банківські вклади складають у них 47,48%; акції та облігації – 22,67%; нерухоме майно – 6,56%; ЦП, що емітуються державою – 0%; готівка в касі – 0%. У страховиків з ризикових видів страхування ці показники складають відповідно 71,1%; 10%; 2,7%; 0,3%; 0,03%.

При цьому, якщо в останніх грошові кошти на поточних рахунках мають тенденцію до збільшення (з 31,3% у 2002 р. до 46% у 2002 р.), то у компаній із страхування життя вони спершу збільшились у 2001 р. з 2,5% до 10,6%, а у 2002 р. зменшились до 3%. Банківські вклади у компаній з ризикових видів страхування протягом трьох останніх років залишались майже на одному рівні – приблизно 24-25%. У страховиків життя вони мають тенденцію до значного збільшення (з 7,6% у 2000 р. до 44,51% у 2002 р.). Щодо вкладень в акції та облігації, то у перших вони майже не змінились (10,9% у 2000 р. і 10% у 2002 р.), а у других їх частка значно більша (39,7% у 2000 р.; 45,5% у 2001 р. і 22,7% у 2002 р.).

Отже, з вищенаведеного аналізу можна зробити висновок, що українські страховики стикаються з реальними труднощами вже на стадії вибору фінансових інструментів. СК намагаються досягти цілей на якісному рівні прийняття рішень відносно найбільш ризикованих напрямів вкладень. Більшу частину своїх коштів вони розміщують на банківських депозитах і поточних рахунках. Невеликі обсяги та низька ліквідність ринку корпоративних ЦП, обмеженість можливостей вкладення у державні ЦП призводять до того, що

страховики змушені використовувати “прості” інструменти, а саме: банківські депозити і поточні рахунки.

Зберігання коштів на депозиті у банку або у валюті могло бути у кращому випадку засобом збереження коштів і захисту від інфляції, але не засобом реального збільшення капіталу, яким могли би бути акції. Перевагою СК порівняно з іншими інвесторами є те, що вони можуть грати на ринку на довгостроковому тренді (більше року), тому вірогідність програшу у декілька разів менша, ніж на короткому часовому інтервалі.

На наш погляд, українським науковцям і практикам-страховикам доцільним буде подальше вивчення досвіду інвестиційної діяльності західних СК з метою суттєвої активізації вітчизняного страхового бізнесу. При цьому вельми актуальною і необхідною проблемою є реформування системи управління резервами СК, оскільки страхові резерви є капіталом, придатним для інвестування. Сьогодні обсяги інвестиційної діяльності страховиків є незначними, але страховий ринок динамічно розвивається, і від того, як будуть формуватися і розміщуватися кошти страхових організацій, багато у чому залежатиме економічний розвиток країни.

2.3. Діяльність інститутів спільного інвестування

З усіх учасників ринку капіталу інститути спільного інвестування (ICI) відрізняються тим, що вони є яскравим прикладом суміщення позицій емітента і крупного інституційного інвестора. Їх діяльність базується на принципі субституції цінних паперів, що котируються на РЦП, і власних ЦП. Ці інститути продають інвесторам свої акції та інвестиційні сертифікати, а дохід від їх продажу інвестують у диверсифіковані портфелі фінансових інвестицій.

Як свідчить світова практика, інститути спільного інвестування виникли як доповнення або альтернатива індивідуальному інвестуванню. Вони орієнтовані на роботу з дрібними некваліфікованими інвесторами. Так, наприклад, у Німеччині і Франції індивідуальні інвестори становлять майже 50% учасників

інвестиційних компаній, у Великобританії – 75%, в Іспанії – 90, в Італії – 95% [163, с.25].

Купуючи ЦП у ІСІ, а не на ринку, індивідуальний інвестор одержує такі переваги: 1) можливість диверсифікованого інвестування навіть незначної суми коштів; 2) послуги професійних інвестиційних менеджерів за меншу плату, ніж при зверненні до них безпосередньо; 3) більш зручний і дешевий спосіб інвестування.

ІСІ мають різні ознаки визначення, види діяльності, навіть різні назви, закріплені законодавством окремої країни. У Великобританії – це інвестиційні трести, в Іспанії – фонди інвестицій у цінні папери, у Франції – інвестиційні компанії з незмінним чи змінним капіталом, в Німеччині – інвестиційні фонди. Наприклад, “тільки в США в різні періоди ХХ ст. такі інститути називалися інвестиційними трастами, інвестиційними компаніями, інвестиційними фондами, взаємними фондами” [55, с.120].

Вивчення саме американської системи організації діяльності ІСІ є цілком виправданим для розробки системи законодавчого регулювання діяльності цих інститутів науковцями та спеціалістами СНД, і, зокрема, України. Для США є традиційними жорсткі обмеження на операції банків з ЦП, тому довгий час спільне інвестування було відокремлене від банківської діяльності й досягло на сьогодні вражаючих масштабів. Так, кількість акцій, випущених американськими ІСІ, вдвічі перевищує кількість ЦП, що обертаються на Нью-Йоркській фондовій біржі. “На кінець 1997 р. у США діяло 6 778 взаємних фондів і понад 500 інвестиційних компаній. Вони володіли активами на загальну суму понад \$4,5 трлн, що більше за активи, які належали будь-якому іншому виду фінансових інститутів, за винятком комерційних банків” [51, с.205] (додаток Т).

Відповідно до американського законодавства інститути спільного інвестування поділяються на три основних види: FA - компанії (Face Amount Companies); UIT - компанії (Unit Investment Trust Companies); M - компанії (Management Companies) [164, с.88].

FA - компанії емітують сертифікати із зазначенням суми коштів, які вклав інвестор. У цих ЦП вказується номінал сертифікату, термін дії контракту, умови та термін виплати доходу, а також умови і термін повернення капіталу інвестору. Портфель фінансових інвестицій FA компаній складається переважно з короткострокових боргових інструментів і високоліквідних акцій.

Зазначені компанії користувались великою популярністю у 30-і роки ХХ ст., а вже в середині 60-х років на ринку залишилось лише п'ять таких компаній, 94% від загальної акумуляції коштів яких належали "Інвесторз Синдикат оф Америка", що існує й нині [15, с.37].

При організації UIT - компанії інвестор вкладає певну суму коштів у придбання портфеля ЦП, який далі залишається незмінним. Уся сума коштів ділиться на певну кількість паїв, і вкладник купує цей пай за ціною, що перевищує його вартість, розрахованою, виходячи з витрат на придбання ЦП. Ліва частина портфеля UIT - компаній складається з облігацій.

Позитивні риси UIT - компанії: а) портфель ЦП є чітко визначеним на момент початку продажу паїв, тому інвестор може обрати ту компанію, активи якої його більше влаштовують; б) досить простий і зрозумілий спосіб розрахунків з інвестором. Наприкінці визначеного періоду інвестор отримує ту частку ринкової вартості портфеля цінних паперів, яка припадає на його пай, а протягом цього періоду одержує пропорційну його паю частку в процентах та дивідендах, що виплачуються на цей портфель емітентами цінних паперів [102, с.66].

Однак інвестор має знати, що ліквідність паїв UIT - компанії невисока. Вони можуть бути викуплені раніше обумовленого терміну, але такий викуп не гарантується. Через це сукупна вартість активів UIT - компаній складає сьогодні лише шосту частину загальних активів американських ІСІ.

Майже 40% американців є інвесторами М - компаній. Функціонування цих структур забезпечується за рахунок взаємодії самої М - компанії, управляючого активами та торговця ЦП. При цьому компанія зосереджена на акумуляції коштів інвесторів шляхом продажу власних ЦП; управляючий активами дає

поради щодо формування інвестиційного портфеля; торговець здійснює операції з купівлі-продажу ЦП.

М – компанії можуть бути закритими і відкритими (взаємні фонди). Перші емітують акції і пайові сертифікати, які не викупуваються ними в інвесторів і підлягають обігу на РЦП з погашенням після закінчення терміну діяльності фонду. Другі викупувають свої ЦП протягом всього часу існування за ціною, що відповідає питомій вазі чистих активів компанії (net assets value (NAV), яка розраховується шляхом ділення різниці ринкової вартості активів і зобов'язань фонду на загальну кількість ЦП фонду в обігу.

Якщо ЦП закритого фонду продаються або на крупних біржах, таких, як Нью-Йоркська фондова біржа, або на позабіржовому ринку, то ЦП взаємного фонду пропонує сам фонд або брокер від його імені на основі двосторонніх котирувань цін купівлі/продажу.

Історично склалось так, що в США відкриті фонди завжди були більш популярні, ніж закриті. Як видно з додатку Т, загальна сума інвестицій у перші у 30 разів вища, ніж у другі. Однак активи закритих фондів з року в рік збільшуються, що викликано такою обставиною: індивідуальні інвестори все більшу увагу приділяють швидко зростаючим інвестиціям на міжнародних ринках, тому підвищився інтерес до інвестицій у закриті фонди, що працюють на цих ринках.

У кожного фонду є свої інвестиційні цілі та політика, і єдиної універсальної портфельної стратегії для всіх управляючих фондами бути не може. Одні інститути обирають активні стратегії з використанням простих акцій, а інші обирають пасивні облігаційні стратегії.

Якщо взяти сукупну вартість активів взаємних фондів за 1997 р., то частка фондів, що спеціалізуються на інвестиціях в акції, склала 54% цих активів, облігаційних і дохідних фондів – 22%, фондів грошового ринку – приблизно 24% сукупних активів [51, с.619]. Як показує табл. 2.14, значна диверсифікація активів взаємних фондів (крім фондів грошового ринку) почала здійснюватися з 1965 р., коли ці інституційні інвестори припинили вкладати кошти тільки в

акції, які складали тоді до 88% активів; 38% – у 1990 р. і 69% – на початок 1998 р. Це свідчить про те, що після падіння інтересу інвесторів до акцій фонди почали інвестувати кошти в облігації. Однак як тільки західний фондовий ринок став засобом забезпечення пенсійних заощаджень у другій половині 90-х років, вкладення в акції збільшились.

Таблиця 2.14

Активи взаємних фондів США за інвестиціями у фінансові інструменти, %

[177]

Роки	Сукупні, млрд дол.	Готівка	Корпор обліга- ції	Приві- лейовані акції	Прості акції	Муні- ципальні облігації	Держ. облі- гації	Інші акти- ви
1945	1,3							
1950	2,5							
1955	7,8							
1960	17,0							
1965	35,2	5,1	7,3	1,7	85,9	НД	НД	НД
1970	47,6	6,6	9,0	2,4	80,9	НД	НД	1,1
1975	42,2	7,6	11,3	1,2	78,6	НД	НД	1,2
1980	58,4	9,1	11,3	0,9	71,2	4,9	2,5	0,2
1985	251,7	8,2	9,9	1,5	47,6	15,2	17,3	0,3
1990	568,5	8,5	7,8	0,5	38,1	20,9	22,6	1,6
1995	2067,3	6,9	9,3	1,0	58,2	11,8	12,6	0,3
1996	2637,4	5,3	9,0	0,8	65,2	9,3	10,2	0,2
1997	3430,8	5,1	8,5	0,9	69,0	7,8	8,4	0,3

На жаль, Україна поки що характеризується повільним розвитком ІСІ, хоча правова база для розвитку цих інститутів в країні створена і постійно вдосконалюється. За станом на 01.01.03 в країні налічувалось 129 інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній (рис. 2.8).

До 2001 р. їх діяльність регулювалася Указом Президента України від 19.02.94, що затвердив Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії [154]. Ці інституції засновувались на певний період для сприяння сертифікатній приватизації, а основною їх функцією була акумуляція коштів, головним чином приватизаційних майнових сертифікатів (ПМС) громадян України, з подальшим їх інвестуванням у ЦП інших емітентів з метою формування та управління єдиним портфелем ЦП.

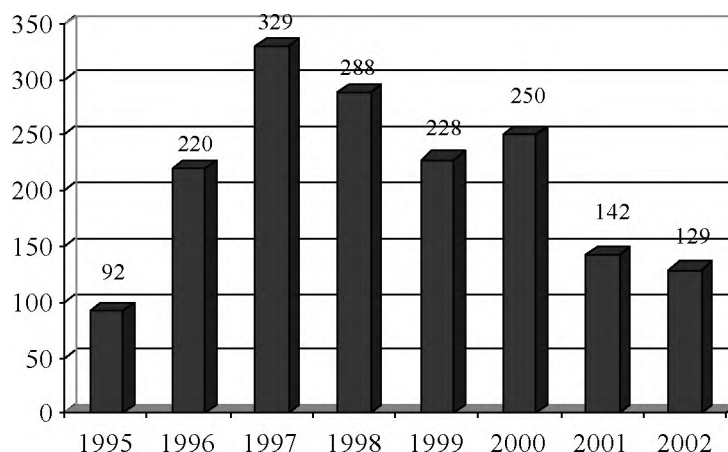


Рис. 2.8. Динаміка кількості інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній в Україні у 1995-2002 рр.

Зазначимо, що інвестиційні фонди та інвестиційні компанії на РЦП відіграли призначену їм роль. Під час масової приватизації за ПМС фондами, довірчими товариствами і КБ було акумульовано 28 486 753 ПМС, що становить 63% їх загальної кількості. Найбільше ПМС залучили інвестиційні фонди та компанії – 19 473 538 ПМС, або 42,6% виданих, та довірчі товариства – 7 784 181, або 17%. При цьому, за даними ФДМУ, найбільші вкладення були зроблені у 1996 р. – 13 826 051 ПМС, або 49,66% загального обсягу інвестування, та у 1997 р. – 7 058 295 ПМС, або 23,35%.

ПМС скуповувалися у населення за безцінь, реальна їх ціна на приватизаційному ринку перевищувала номінальну вартість у декілька разів. Усього через інвестиційні фонди та компанії було вкладено 40% ПМС, за цей рахунок вони сформували солідні портфелі акцій привабливих підприємств. Однак приватизація в Україні, як відомо, розпочалася у 1992 р., а Положення з'явилося лише у 1994 р. Крім того, зазначені інститути придбали багато дрібних пакетів акцій через те, що нормативи придбання акцій обмежувалися спочатку 5%, а потім 10% статутного фонду емітента (25% – за ПМС). Очевидно, зазначені нормативи були запозичені із західної практики регулювання фондового ринку. Наприклад, "...у США цей 10%-ий норматив діє тільки щодо 50% коштів фонду, інші ж 50% активів не підлягають обов'язковій диверсифікації" [173, с.758]. Їх застосування в Україні не враховувало наявність

обмеженого вибору привабливих об'єктів інвестування, низьку ліквідність більшості акцій і неорганізованість корпоративного управління. На думку Ю.Є. Петруні, “можливо, було б кращим, щоб інвестиційний інститут мав можливість придбати один пакет ефективного підприємства, наприклад, у 40% акцій, ніж чотири пакети по 10% акцій різних підприємств, з яких два або три є мало перспективними” [108, с.149].

Через використання ПМС майже всі українські інвестиційні фонди та компанії мають активи, в яких домінують акції приватизованих підприємств. Переважна більшість з них формувала портфелі ЦП без дотримання будь-якої спеціалізації. Лише окремі інститути намагалися орієнтуватися на певні сектори економіки. На першому етапі фондів і компаній (1994-1996 рр.) об'єкти інвестування вивчались або дуже поверхнево, або взагалі не підлягали аналізу.

Ще одним недоліком діяльності цих інститутів в Україні є динаміка виникнення закритих фондів – понад 90% загальної кількості (на відміну від США, де їх частка складає лише близько 5%). Отже, структура українських інвестиційних фондів є типовою для низьколіквідного неефективного ринку і є наслідком недосконалого правового регулювання діяльності цих інститутів з боку держави.

Подібно до України, виникнення російських інвестиційних фондів і компаній також було пов'язане з процесами приватизації державного майна. Спочатку вони були представлені інвестиційними фондами у формі ВАТ. При цьому, якщо фонд залучав ваучери у населення, він міг існувати лише у формі ЗАТ. Так само, як і в Україні, російські фонди у формі ВАТ не набули розвитку через подвійне оподаткування коштів спільного інвестування. Щодо фондів, які залучали ваучери, то ця проблема не виглядає настільки гострою через недооцінку вартості цих фінансових інструментів, а також через те, що термін існування більшості таких фондів ще не вичерпався. “Максимальною кількістю таких фондів була в 1994 році – 662 фонди. Протягом наступних двох років їх кількість зменшилась приблизно вдвічі. На кінець 1996 року активи цих фондів

складали 2,6 трильйона рублів, а їх акціонерами були більш як 17 мільйонів громадян” [61, с.51].

Враховуючи всі недоліки Положення і діяльності інвестиційних фондів та компаній, 15 березня 2001 р. в Україні був прийнятий ЗУ “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, де зазначено, що інститут спільного інвестування – корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який провадить діяльність, пов’язану з об’єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладання їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість [39]. Таким чином, з одного боку, інвестиційний фонд є емітентом, який випускає власні ЦП, а з іншого, – він є інвестором, який здійснює акумульовані вкладення у ЦП інших емітентів, корпоративні права або нерухомість.

Головною відмінністю нових ІСІ є те, що вони отримали можливість працювати не з приватизаційними паперами, а з грошовими коштами. Корпоративний інвестиційний фонд (КІФ) є юридичною особою, що створюється у формі відкритого акціонерного товариства. Він емітує акції і продає їх інвесторам. Схема роботи КІФ наведена в додатку У. Пайовий інвестиційний фонд (ПІФ) не є юридичною особою, а об’єднує активи, що належать інвесторам на правах спільної власності і знаходяться в управлінні компанії з управління активами (КУА).

Сьогодні дозвіл на обслуговування фінансових потоків вже мають 14 таких компаній, що свідчить про перспективність цього бізнесу. Однак значного збільшення кількості КУА не відбудеться через те, що на ринку вже присутні діючі інвестиційні компанії, великі корпорації, емісії акцій яких дозволяють залучити додаткові кошти, фінансові холдинги і комерційні банки. Для прикладу, в Росії у 2002 р. налічувалось лише близько 35 КУА.

Залежно від порядку здійснення діяльності ІСІ можуть бути відкритого, інтервального і закритого типу. Перший є фондом, що бере на себе зобов’язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп ЦП; другий –

відкритий для вилучення грошей інвесторами у раніше визначені КУА і відомі всім бажаючим строки, але не рідше одного разу на рік; ІСІ третього типу не бере на себе зобов'язань щодо викупу ЦП, емітованих цим ІСІ до моменту його реформації або ліквідації.

Закон також вводить поняття диверсифікованого і недиверсифікованого фонду. Умови, за якими визначається належність ІСІ до диверсифікованих, передбачають те, що не менше 80% активів фонду повинні були представлені змішаним портфелем фінансових активів (грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні ЦП, а також ЦП, що допущені до торгів на фондовій біржі або торговельно-інформаційній системі). При цьому частка ЦП одного емітента не повинна перевищувати 10% фонду, а пакет ЦП, який є у власності компанії, – 10% всіх ЦП певного емітента [39, 130]. Для порівняння, в США ці нормативи складають відповідно: 75; 5 і 10%. ІСІ, які не мають усіх ознак диверсифікованого ІСІ, є недиверсифікованими.

Дозволені фінансові інструменти і нормативи розміщення активів ІСІ наведені в додатку В (табл. В.3), з якого видно, що принцип диверсифікації не встановлює спеціальних пропорцій, згідно з якими повинні комбінуватися різні види фінансових інструментів.

Відповідно до Закону відкриті інвестиційні фонди і взаємні фонди інвестиційних компаній мали бути ліквідовані (реорганізовані) до 24.04.03. Щодо закритих фондів “старого типу”, то вони можуть існувати до моменту закінчення терміну їх діяльності паралельно з фондами нового типу або будуть реорганізовані у разі заміни інвестиційних сертифікатів старих фондів і компаній на ЦП нових інститутів.

За даними ДКЦПФР, на 01.01.03 було скасовано випуск інвестиційних сертифікатів у зв'язку з ліквідацією 33 інвестиційним фондам та 40 інвестиційним компаніям на суму 452,622 млн грн; з перетворенням – 9 інвестиційним фондам та 5 інвестиційним компаніям на суму 230,998 млн грн.

На цю саму дату в обігу на РЦП знаходилось 221,06 млн шт. інвестиційних сертифікатів, загальна балансова вартість яких становила 94,94 млн грн [46].

Порівняно з минулими роками показники діяльності ІСІ суттєво погіршилися (табл. 2.15).

Таблиця 2.15

Показники діяльності ІСІ за 2001-2002 рр.¹

Показники діяльності ІСІ	1 кв. 2001 р.	2 кв. 2001 р.	3 кв. 2001 р.	4 кв. 2001 р.	Разом за 2001 рік	1 кв. 2002 р.	2 кв. 2002 р.	3 кв. 2002 р.	4 кв. 2002 р.	Разом за 2002 р.	Темп зростання за 2001-2002 рр., %
Загальна вартість чистих активів (млн грн)	351,83	355,66	361,57	352,43	1421,49	319,65	356,64	333,23	329,01	1338,53	-5,8
Загальна балансова вартість фінансових вкладень (млн грн)	300,06	316,95	321,05	314,79	1252,85	298,22	313,70	300,67	296,59	1209,18	-3,5
Загальна балансова вартість інв. сертифікатів, що розміщені серед учасників (млн грн)	137,80	133,18	135,62	127,69	534,29	100,86	114,05	106,18	94,94	416,03	-22,1
Загальна кількість інв. сертифікатів в обігу (млн шт.)	410,78	431,76	433,24	400,04	1675,82	380,99	373,82	371,76	221,06	1347,63	-19,6

¹ Примітка. Складено і розраховано за даними [46, с.67]

Так, на початок 2003 р. спостерігалось зменшення загальної вартості фінансових вкладень ІСІ на 18,2 млн грн, або на 3,5%, в порівнянні з початком 2002 р. А вартість чистих активів ІСІ зменшилась відповідно на 23,42 млн грн, або на 5,8%.

Загальна балансова вартість активів ІСІ за станом на 01.01.03 складала 350,25 млн грн. Обсяги ЦП, що входять до активів ІСІ, складала 296,59 млн грн, або 84,6% від загального обсягу активів ІСІ.

Протягом 2001-2002 рр. співвідношення вартостей чистих активів інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній залишається нарівні з фінансовими вкладеннями інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній (рис. 2.9 і 2.10).

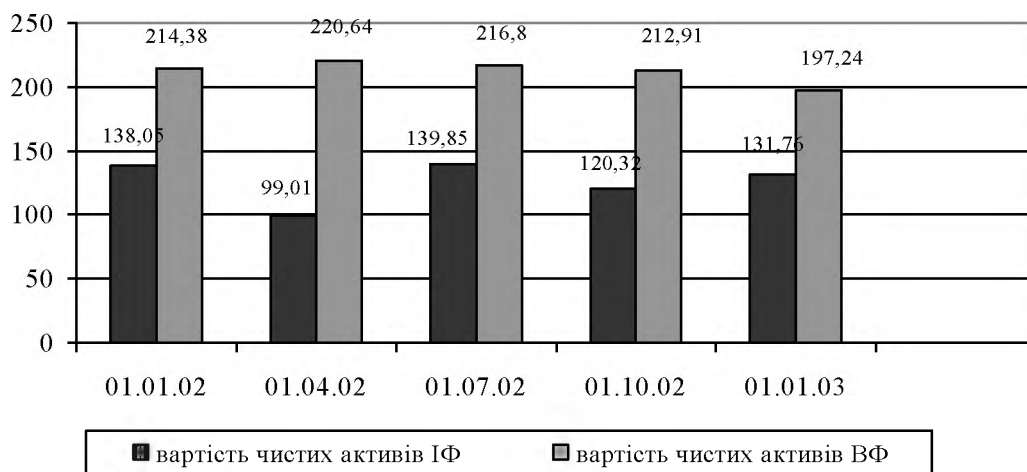


Рис. 2.9. Динаміка вартості чистих активів (млн грн) [46, с.67]

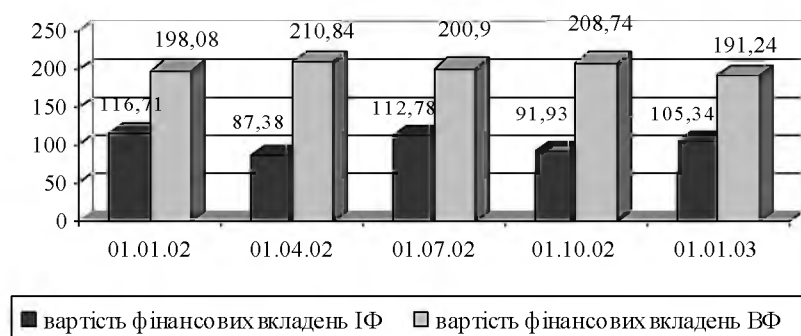


Рис. 2.10. Динаміка вартості фінансових вкладень (млн грн) [46, с.67]

У зв'язку з необхідністю здійснення розрахунків з учасниками за розміщеними інвестиційними сертифікатами ІСІ, які ліквідуються, обов'язковою умовою є перевищення вартості чистих активів над вартістю зобов'язань. На початок 2003 р. сукупна вартість чистих активів ІСІ перевищувала сукупні фінансові зобов'язання у 3,5 рази, що свідчить про можливість ІСІ розрахуватися за зобов'язаннями (рис 2.11).

Якщо в Україні на початковому етапі передбачається інвестування тільки юридичних осіб, то ІСІ для фізичних осіб з'являться через 5-10 років через

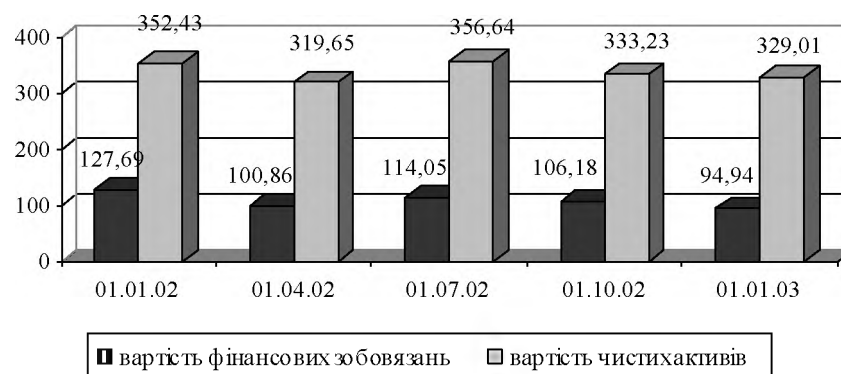


Рис. 2.11. Співвідношення вартості чистих активів та вартості фінансових зобов'язань за розміщеними інвестиційними сертифікатами (млн грн) [46, с.68]

нестачу у населення достатніх коштів. Наприклад, російські ПФ з'явилися ще у 1995 р., але тільки у 2003 р. почали завойовувати популярність у населення. Причиною цьому є зростання довіри громадян до ПФ і зниження депозитних ставок у КБ. Після того, як у 2001 р. російський фондовий ринок збільшився на 300%, а у 2002 р. – ще на 70%, населення довірило кошти ПФ. За підсумками 2002 року, “кошти пайовиків ПФ зросли на 20-50%, а заощадження вкладників збільшились не більше ніж на 18%. Враховуючи те, що депозитні ставки в Росії продовжують знижуватися..., населення, звичайно, віддає перевагу активам, які приносять більший дохід. Як і раніше, інтерес до ПФ виявляють заможні люди, а середня сума інвестицій перевищує 3 тис. дол. США” [20, с.10].

У цілому, на нашу думку, український Закон має ряд недоліків, які можуть негативно вплинути на РЦП в цілому.

По-перше, недостатньо розроблений механізм відповідальності управляючих активами ІСІ перед інвесторами. Так, інвестори ПФ не мають права втручатися у діяльність управляючого. До Цивільного кодексу необхідно додати спеціальний розділ про адміністративну та кримінальну відповідальність посадових осіб, управляючих активами за порушення законодавства.

По-друге, не має сенсу проводити трансформацію закритих інвестиційних фондів старого зразку у КІФ, якщо кількість їх акціонерів буде перевищувати 100 тис. осіб, через те, що складно знайти кожного акціонера, а обмін

сертифікатів буде надто дорогим; слід також зважати на те, що всі учасники нового товариства автоматично стануть звичайними акціонерами.

Позитивним у Законі можна вважати появу в українському законодавстві поняття венчурного фонду. Зокрема, зазначено: у разі, якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення ЦП власного випуску та активи якого більше ніж на 50% складаються з корпоративних прав та ЦП, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі, він вважається венчурним фондом [39]. Це означає, що такий фонд має необмежені можливості щодо інвестування у будь-які ЦП і корпоративні права. Зокрема, активи фонду можуть складати контрольні пакети акцій (частки) господарських товариств, що дозволяє йому на законних підставах отримати реальний контроль над підприємством.

Зазначимо, що проведений нами аналіз правового забезпечення діяльності українських ІСІ виявив 15 обмежень щодо діяльності диверсифікованих фондів і 22 обмеження – щодо корпоративних диверсифікованих фондів. Тому, на наш погляд, найближчим часом не будуть створюватися будь-які інші фонди, крім венчурних, оскільки існуючі обмеження і нормативи для інших ІСІ можуть бути виконані тільки за умов розвинутого РЦП. Диверсифіковані фонди повинні купувати не тільки ЦП, що котируються на біржах, але й акції із сумнівною ліквідністю. Крім того, організація таких фондів потребує значних коштів. І якщо при створенні венчурних фондів інвестор може очікувати економічного ефекту від своїх вкладень, то для диверсифікованих фондів це не є очевидним. До того ж, діяльність венчурних фондів вважається в Україні інструментом для оптимізації оподаткування: відповідно до Закону всі ІСІ звільнені від податку на прибуток. Тобто такі фонди є “внутрішніми офшорами”, які дають змогу зекономити на зазначеному податку.

У розвинених країнах венчурні фонди є спеціалізованими фінансовими інститутами, які створені для роботи в зоні найвищого ризику, внаслідок чого їх інвестиції є найдорожчими. Так, “усереднена норма прибутку 38 венчурних

фондів у США склала: в 1970-1974 рр. – 23%, у 1975-1980 рр. – 33%, у 1984 р. – близько 40%. Відомі випадки прибутковості окремих проектів у 300, 400 і навіть 1000%! Саме подібні потенційні можливості цього бізнесу, починаючи із 70-х років, залучають до нього значні ресурси” [85, с.21].

Здебільшого венчурне інвестування здійснюється в акціонерний капітал малих і середніх підприємств в обмін на відповідний пакет акцій, причому перевага надається тим компаніям, акції яких не обертаються вільно на фондовому ринку, а розподілені між акціонерами. Для венчурного фонду небажаними є інвестиції у маловідому компанію, яка тільки починає свою діяльність і не встигла себе проявити, тому він обирає компанії, що знаходяться на стадії швидкого розвитку, мають стабільний фінансовий стан і перспективи для подальшої капіталізації.

Стратегія здійснення фінансового інвестування венчурним фондом може мати два типи. Це може бути продаж своєї частки через певний час, тобто вихід з бізнесу, або збереження своєї участі в капіталі компанії і отримання дивідендів, які, як правило, реінвестуються. Однак у будь-якому разі ідеологія такого інвестування полягає не у повному контролі над підприємством, а в тому, щоб інвестовані кошти були використані керівництвом компанії у якості фінансового важеля для більш швидкого зростання свого бізнесу.

В Україні розвиток венчурного бізнесу розпочався у 1992 р. після підписання угоди про створення Фонду “Україна”. У 1994 р. на ринку почав працювати Western NIS Enterprise Fund (WNISEF) з початковим капіталом 150 млн дол., наданим урядом США, а у 1998 р. приступили до роботи Black Sea Fund, який входить до складу компанії з управління активами Global Finance, із загальним капіталом біля \$60 млн, і Euroventures Ukraine з капіталізацією 30 млн дол. На сучасному етапі в Україні працює близько десяти венчурних фондів, сума інвестицій яких в окрему компанію становить від 0,5 млн до 7 млн дол. в обмін на відповідну частку у статутному капіталі.

Позитивним прикладом роботи в Україні є робота WNISEF, який надає прямі інвестиції малим і середнім приватним підприємствам в Україні та

Молдові. Цей фонд став найбільшим з тих, що працюють на території України, і, зважаючи на отримання правового статусу венчурного, він може стати прикладом в Україні для новостворюваних структур. На початок 2003 р. інвестиційний портфель WNISEF складав \$57 млн, інвестованих у 15 українських і молдавських компаній. Серед портфельних компаній WNISEF в Україні: ЗАТ “АВК”, “Екопрод”, “Євромарт”, “Мікрофінансовий банк”, ЗАТ “Слобожанська будівельна кераміка”, “Троянда” та інші.

Якщо проаналізувати перелік пріоритетних галузей, в яких працюють венчурні фонди в Україні, то виявляється, що вони вкладають капітал у переробку сільгосппродукції, виробництво і переробку продуктів харчування, виготовлення запчастин для автомобілів, виробництво пакувальних і будівельних матеріалів, фінансовий сектор. Для прикладу, в Росії лідерами є телекомунікаційна і харчова промисловість, на які припадає більше 51% всіх венчурних інвестицій. За ними йдуть такі сектори: медичної і фармацевтичної промисловості (9%), будівельний і виробництво будматеріалів (8,4%), споживчих товарів та послуг (7,7%), сектор дозвілля, туризму і розваг (6,3%).

Таким чином, галузева спрямованість венчурних капіталів в Україні і Росії кардинально відрізняється від галузевої структури вкладень у розвинутих країнах, де половина з них припадає на високі технології, біотехнології та медицину, що традиційно притаманно венчурним фондам.

На нашу думку, розвиток венчурних фондів в Україні сьогодні гальмують наступні чинники:

- слабкий розвиток фондового ринку, на якому публічний продаж акцій обмежений;
- українські стратегічні інвестори не мають достатніх коштів для викупу компаній з високою капіталізацією;
- складно знайти підприємство з перспективою швидкого зростання капіталізації;
- великий розмір тіньового сектора української економіки, який не дає можливості інвестору вигідно продати свою частку в компанії, адже на основі

звітних даних емітентів не завжди можна правильно проаналізувати фінансовий стан підприємства;

— нестабільність законодавства, яке не дозволяє інвесторам планувати свою діяльність на тривалу перспективу, а венчурні інвестиції вкладаються на тривалий період, часто на 3-7 років.

І оскільки період розвитку компанії з моменту приходу в неї венчурного капіталу до моменту продажу венчурним фондом свого пакету акцій триває кілька років, то за цей час в Україні потрібно створити необхідну інфраструктуру і, насамперед, мережу спеціалізованих біржових майданчиків для високотехнологічних компаній, що динамічно розвиваються, на діючих фондових біржах, а також на венчурних ярмарках.

Підсумовуючи все вищевикладене щодо ІСІ, можна сказати, що в сучасних умовах ІСІ можуть стати прямими конкурентами комерційним банкам у боротьбі за гроші вкладників. Вкладання у фонди для інвестора має підвищений ризик, однак і потенційно більшу дохідність.

Головною умовою подальшого розвитку індустрії ІСІ є проведення в Україні пенсійної реформи. Як показує досвід країн з розвиненими пенсійними системами, недержавні пенсійні фонди з їх значним інвестиційним потенціалом мають великий вплив на розвиток економіки.

Зважаючи на те, що пенсійні фонди належать до одного з різновидів інституційних інвесторів, до яких належать й ІСІ, на нашу думку, механізм регулювання ІСІ, який був апробований на функціонуванні інвестиційних фондів, має бути використаний при створенні регулятивної бази щодо інвестування активів та управління коштами недержавних пенсійних фондів в Україні.

2.4. Інвестиційні операції недержавних пенсійних фондів

Сьогодні в Україні за рахунок таких інституційних інвесторів, як недержавні пенсійні фонди (НПФ), передбачається суттєво активізувати

розвиток вітчизняного РЦП. На ці цілі має бути спрямовано до 70% пенсійних активів, тож проблеми фінансового інвестування для НПФ є надзвичайно актуальними, зважаючи на те, що законодавча база щодо їх функціонування потребує значного вдосконалення.

Відповідно до ЗУ “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування” [37] і “Про недержавне пенсійне забезпечення” [41] пенсійна система України буде складатися з трьох рівнів.

Перший рівень – це система солідарних виплат, внески до якої сплачують усі працівники та їх роботодавці (25% фонду зарплати). За рахунок цих коштів виплачуватимуться страхові пенсії, розмір яких залежатиме від заробітної плати, з якої сплачуватимуться внески, та тривалості страхового стажу. Другий рівень передбачає запровадження системи загальнообов’язкового накопичувального пенсійного страхування. Її суть полягає у тому, що частка обов’язкових внесків громадян накопичуватиметься у єдиному накопичувальному фонді, куди планується зараховувати 7% фонду зарплати, і обліковуватиметься на їхніх індивідуальних накопичувальних пенсійних рахунках. Третій рівень передбачено створювати у вигляді недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ), яке здійснюється:

- 1) НПФ шляхом укладання пенсійних контрактів між адміністраторами НПФ та вкладниками цих фондів;
- 2) страховими організаціями шляхом укладання договорів страхування довічної пенсії, страхування ризику настання інвалідності або смерті учасника фонду;
- 3) банківськими установами шляхом укладання договорів про відкриття пенсійних депозитних рахунків для накопичення пенсійних заощаджень у межах суми, визначеної для відшкодування вкладів Фондом гарантування вкладів фізичних осіб.

НПФ – юридична особа, яка має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників

пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду [41].

НПФ створюється у вигляді рахунку, на якому накопичуються кошти, тобто він слугує для їх залучення, а безпосереднє управління цими активами здійснює КУА, яка аналізує ринок фінансових інструментів, розміщує активи відповідно до інвестиційної декларації фонду, забезпечує дохідність НПФ. У функції компанії-адміністратора входить обслуговування фонду і від його імені укладання пенсійних контрактів, ведення індивідуальних пенсійних рахунків, облік пенсійних внесків, розрахунки пенсійних виплат, пенсійні виплати на банківські рахунки. Допускається тільки суміщення функцій компанії-адміністратора і КУА, але для того, щоб управляти активами, такій компанії обов'язково потрібно виконувати вимоги щодо розміру статутного фонду, обсягу власного капіталу, який необхідно підтримувати, і відповідні додаткові вимоги. Функцію зберігання активів фонду виконує банк-зберігач, який зараховує пенсійні внески, виконує розпорядження адміністратора і КУА на списання коштів з рахунків НПФ, веде облік ЦП на рахунку ДЕПО.

Типова схема функціонування системи НПЗ на базі НПФ наведена у додатку Ф.

Оскільки НПФ мають справу з грошима, що надаються їм у довгострокове користування, то “робота з такими грошима припускає довгостроковий період накопичення коштів, консервативну політику інвестування активів, необхідність захисту прав та інтересів учасників фонду (майбутніх пенсіонерів) і забезпечення надійності вкладень у НПФ. Без цього дискредитується сама ідея недержавного пенсійного забезпечення” [162, с.636].

Чинним законодавством України встановлені гарантії надійності НПФ, а також повернення та приросту пенсійних накопичень. Це, насамперед, жорсткий контроль з боку держави за виконанням фінансовими установами-учасниками НПЗ законодавчо встановлених “правил гри”: розмежування та відокремлення активів НПФ від активів його засновників і роботодавців-платників фонду, адміністратора, КУА, страхових організацій з метою

унеможливлення банкрутства НПФ; цільове та ефективне використання пенсійних коштів; державне регулювання розміру тарифів на послуги, що надаються у системі НПЗ; відповідальність суб'єктів системи НПЗ за порушення норм, передбачених законодавством; державне регулювання діяльності з НПЗ та нагляду за його здійсненням.

Сьогодні у багатьох країнах НПФ є провідними інституційними інвесторами, які здійснюють інвестиції не тільки у національну економіку, але і на міжнародних фінансових ринках. Переваги інвестування через НПФ полягають у наступному:

1. НПФ має можливість приймати і розміщувати щомісячні суми внесків учасника, розміри яких істотно не впливають на зниження його доходів. Законом надано право встановлювати мінімальний розмір пенсійних внесків – 10% мінімальної зарплати із розрахунку за один місяць. При цьому максимальний розмір пенсійних внесків не обмежується.

2. З точки зору гарантій щодо збереження і виплат майбутніх пенсій працівник має більше довіри до свого роботодавця як особи, яка зацікавлена в стабільному соціальному кліматі в колективі і, до того ж, вже має у своєму розпорядженні реальні активи підприємства для виконання зобов'язань по НПЗ персоналу.

3. Пенсійні внески не підлягають обкладанню податком на прибуток і відносяться на валові витрати роботодавців-вкладників, які перераховують ці кошти на ім'я працівника-учасника НПФ. Від ПДВ звільнені послуги з управління та інвестування пенсійних активів. Передбачені й інші податкові пільги, які вже діють або плануються до введення.

4. НПФ дає можливість засновникам і вкладникам брати участь у перерозподілі корпоративної власності шляхом викупу ЦП підприємства за рахунок коштів фонду.

5. Разове вилучення накопичених зобов'язань можливе лише згідно з договором, підписаним обома сторонами, причому, як правило, накопичені зобов'язання разом з накопиченим доходом передаються ідентичному за

організаційно-правовим статусом інституту. Учасник, який переходить до іншого НПФ, має право перевести туди всі вже накопичені кошти, у тому числі виплачені пенсійні внески та інвестиційний дохід.

6. Гарантоване виконання своїх фінансових зобов'язань передбачає постійне ведення фондами всього світу актуарних (балансуючих прогнозованих величин фінансових надходжень і зобов'язань) розрахунків, щоб випадково не потрапити у стан неплатоспроможності. А держава, гарантуючи надійність заощаджень населення, регламентує і контролює припустимі для НПФ фінансові ризики та необхідні страхові резерви.

7. Пенсійні кошти розміщуються, головним чином, у реальні і ліквідні активи, представлені фінансовими інструментами, дохід за якими гарантований державою і відомими компаніями, а також у валютні цінності і нерухомість, що є передумовою не тільки рентабельності, але і надійності та швидкого повернення вкладень.

В Україні НПФ відводиться роль фінансового інституту, спроможного забезпечити виплату своїм учасникам додаткову пенсію на рівні 20-30% від середньої зарплати. Проте, незважаючи на те, що в країні зареєстровано більше 100 НПФ, активно працюють не більше 15-20 з них. Невідомі точні суми їхніх активів і пенсійних виплат. За деякими даними, фінансові активи українських НПФ не перевищують суму, еквівалентну 5 млн дол., що в 600 разів менше бюджету Пенсійного фонду України [89, с.28].

На відміну від України, 260 російських НПФ досягли певних успіхів. “За підсумками 1-го кварталу 2003 р. сумарні активи російських НПФ склали 81,2 млрд руб. (близько 2,5 млрд дол.), при цьому приріст активів деяких НПФ у 2002 р. перевищив 150%” [141, с.33]. Зростання резервів цих інститутів продовжилося в 2003 р., що пов'язане з пенсійною реформою в Росії, у результаті якої в 2004 р. НПФ отримали допуск на ринок накопичувального пенсійного страхування. Потенціальний приріст інвестиційних ресурсів у результаті пенсійної реформи оцінюється у декілька мільярдів доларів на рік.

Накопичені пенсійні внески учасників НПФ потребують кваліфікованого управління, тобто розміщення коштів у різноманітні фінансові інструменти та здійснення операцій з ними з метою дотримання відомих нам інвестиційних цілей формування інвестиційного портфеля та управління ним.

За своєю інвестиційною політикою НПФ можуть бути агресивними, поміркованими і консервативними. Вважається, що професійні і корпоративні фонди в інтересах своїх учасників не повинні проводити агресивну інвестиційну політику, оскільки це пов'язано з підвищеним ризиком при розміщенні пенсійних активів та управлінні ними [89, с.114]. Хоча, на нашу думку, якщо НПФ тривалий час проводить активну інвестиційну політику, оперує коштами великої кількості пенсіонерів і має гарантоване надходження цих коштів, такому фонду доцільно розширити інвестиційний портфель за рахунок залучення нових високодохідних фінансових інструментів. Для новостворених НПФ, які не мають достатніх ресурсів, потрібно обмежитися пасивною інвестиційною політикою.

Таким чином, НПФ обирає напрям інвестиційної політики під впливом, по-перше, системи обмежень, встановлених діючим законодавством, і, по-друге, наявністю на даний момент на ринку фінансових інструментів, розміщення в які дозволить одержати дохід, необхідний для виконання фондом своїх зобов'язань зі зведенням можливих ризиків до мінімуму.

Згідно зі ст.47 Закону, до складу активів НПФ належать: активи в грошових коштах; активи у ЦП; інші активи згідно із законодавством.

Пенсійні активи у ЦП включають:

1) ЦП, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами;

2) акцій та облігацій українських емітентів, що відповідно до норм законодавства пройшли лістинг та перебувають в обігу на фондовій біржі або ТІС, зареєстрованих у встановленому законодавством порядку, обсяги торгів на

яких складають не менше 25% від загальних обсягів торгів на організаційно-оформлених РЦП;

3) ЦП, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав, при цьому вимоги до рейтингу зовнішнього боргу та визначення рейтингових компаній здійснюється ДКЦПФР;

4) облігацій іноземних емітентів;

5) акцій іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська або у ТІС НАСДАК (NASDAQ) [41].

Загальні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами НПФ наведено у додатку В (табл. В.3).

Як показує західний досвід діяльності пенсійних фондів, на початку їх становлення вони отримали дозвіл інвестувати пенсійні активи тільки у державні ЦП і банківські депозити. Сьогодні ж консультанти з управління пенсійними активами не рекомендують передбачати у вимогах до інвестиційної діяльності НПФ норматив інвестицій у державні ЦП. Але його встановлення у деяких випадках може бути необхідним, причому цей норматив повинен стримувати вкладання у такі фінансові інструменти. Річ у тім, що з міркувань безпеки та ліквідності менеджери КУА багатьох країн суттєву частину інвестицій здійснюють саме у державні ЦП. Однак “у разі поглиблення такої тенденції фонди можуть перетворитися на споживачів винятково державних зобов’язань, що саме по собі підірве сутність другого рівня пенсійної системи та буде ще більше приховувати пенсійний борг” [134, с.22]. Не виключений ризик дефолту чи реструктуризації виплат з боку держави, як це було у 1998 р. в Росії. І якщо частка федеральних ЦП у розміщених пенсійних резервах у 1998 р. складала 33,3%, то у 1999 р – 13,5%, 2000 р. – 16,4%, 2001 р. – 17,4%.

Багато дискусій сьогодні виникає з приводу дозволу інвестування активів на банківських депозитах. Не викликає сумніву застереження щодо доцільності та необхідності встановлення додаткових вимог до банків, на рахунках яких

буде дозволено розміщувати пенсійні активи. Бажано, звичайно, щоб це були першокласні банківські установи, хоча й вони, в принципі, не застраховані від банкрутства. Однак ці вимоги не є предметом Закону і мають бути закріплені у банківському законодавстві.

Сьогодні деякі українські політики та вчені твердять про несвоєчасність дозволу інвестування пенсійних активів в акції вітчизняних підприємств, мотивуючи це можливістю різкого зменшення вартості останніх і пов'язаної з цим втрати пенсійних активів. На нашу думку, цього не станеться через те, що Закон дозволив вкладати в акції до 40% загальних активів НПФ, тобто – це рекомендована норма, і за рішенням КУА таких вкладень взагалі може не бути. Зниження зазначеного нормативу інвестування (певне виключення цього виду активів з переліку дозволених напрямів інвестування конкретного фонду) затверджується Радою НПФ в інвестиційній декларації. Необхідно також звернути увагу і на те, що пенсійні активи можуть становити лише акції, які мають ринкове котирування, а договори купівлі-продажу таких ЦП укладаються на організованому ринку за біржовими цінами, що є певною гарантією цього виду активів.

Закордонний досвід діяльності пенсійних фондів показує, що у ряді країн існувала заборона з боку держави на інвестування в акції. Відповідно до даних табл. 2.16, сьогодні пенсійні фонди США, Великобританії і Австралії здійснюють переважно більш ризиковану інвестиційну політику та більш агресивну портфельну стратегію і віддають перевагу вкладанням саме в акції. Частка цих інструментів складає близько половини у загальному обсязі активів фондів цих країн. У деяких країнах вкладення в облігації ще більш вагомі, так, у Сінгапурі їх частка складає 70%, Фінляндії - 69%, Франції – 65%, Швеції – 64%.

На нашу думку, зростання капіталізації українського ринку акцій залежить від загального покращення української економіки. Є надія, що до початку практичної діяльності щодо залучення коштів вкладників до НПФ і їх спрямування у реальний сектор економіки рейтинг ЦП українських підприємств значно підвищиться. Таким чином, виходячи з наведеного, ми не бачимо підстав

Таблиця 2.16

Розміщення основних активів закордонних пенсійних фондів у 2000 р.

(% від загального обсягу активів) [190]

Країна	Активи / ВВП	Облігації	Акції	Нерухомість	Іноземні ЦП
США	72	21	53	0	11
Канада	47	38	27	3	15
Японія	17	34	23	0	18
Великобританія	87	14	52	3	18
Франція	7	65	10	2	5
Італія	2	35	16	48	0
Швейцарія	111	29	17	26	17
Німеччина	15	43	10	7	7
Данія	22	59	23	6	11
Нідерланди	116	21	20	7	42
Швеція	49	64	20	8	8
Фінляндія	8	69	9	7	2
Чілі	17	21	3	4	45
Австралія	42	12	43	6	18
Сінгапур	60	70	0	0	0
Малайзія	27	18	1	0	51

для пропозицій щодо заборони інвестування коштів НПФ у власну економіку та розвиток вітчизняного товаровиробника.

Разом з тим, доводиться констатувати, що за нинішніх темпів розвитку українського РЦП, він не зможе повністю поглинути інвестиції, які здійснюються за рахунок накопичувальної частини трудової пенсії. Тому для НПФ є нагальна потреба інвестування у ЦП іноземних емітентів.

Існує думка, що на світових фінансових ринках вже зосереджені великі ресурси національних пенсійних систем. Якісних фінансових інструментів там не так багато, і вони обслуговують кошти національних інституційних інвесторів, а для іноземних активів залишаються менш дохідні, ліквідні і надійні інструменти. За таких умов коштів вітчизняного недержавного пенсійного забезпечення і спільного інвестування на Заході ніхто не очікує, за винятком деяких фінансових спекулянтів. Тож можна передбачити, що у випадку виникнення фінансової кризи саме ці кошти стануть амортизатором, який прийме на себе перший удар (національні ж пенсійні системи будуть захищені) [176, с.69].

На нашу думку, спрямування пенсійних активів винятково на український РЦП може призвести до ефекту “розбухання” з подальшим одночасним зменшенням вартості активів. Для прикладу, “після бурхливого розвитку фондового ринку в 1990-х рр. в США за останні три роки капіталізація акцій американських компаній скоротилась на 7,6 трлн дол., тобто на суму, еквівалентну загальній вартості активів усіх інвестиційних фондів у цій країні. Найбільш серйозних збитків від кризи на фондовому ринку в цій країні зазнали саме пенсійні фонди” [1, с.34].

У портфелях пенсійних фондів Нідерландів, Великобританії, Австралії, Японії і Швейцарії порівняно велику частку займають саме іноземні ЦП (див. табл. 2.16). Якщо для малих країн це пов’язане з вузькістю національних фінансових ринків, то у Великобританії це спричиняє лібералізація фінансового законодавства і відміна валютного контролю у 1979 р.

З іншого боку, в українському Законі йдеться лише про право, а не про обов’язок інвестування пенсійних активів в іноземні ЦП. До того ж, “у співставленні з фактичними сумами, експортованими за межі України лише протягом 2002 року (2,27 млрд дол. США) практичні можливості недержавних пенсійних фондів виглядають мізерними, принаймні, на порядок меншими, навіть за умови повного використання дозволених лімітів інвестування за кордон” [53, с.5] .

Позитивно можна сприймати той факт, що українське законодавство щодо вкладень в іноземні ЦП, на відміну від російського, дає більший вибір таких інструментів (ЦП, погашення та отримання доходу за якими гарантовано урядами іноземних держав; акції та облігації іноземних емітентів). Відповідно до п.1 ст.26 Закону РФ “Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации” [34] пенсійні накопичення можуть вкладатися в ЦП іноземних емітентів шляхом придбання паїв (акцій, часток) в індексних інвестиційних фондах (відповідно до найбільш поширеного визначення індексним називається взаємний інвестиційний фонд, інвестиційний портфель якого прив’язаний до певного фондового індексу).

Однак абсолютний розмір активів таких фондів набагато менший за обсяги ринків різних фінансових інструментів, про що свідчать дані табл. 2.17. На початок 2003 р. у світі нараховувалось 113 індексних фондів, середня вартість активів одного фонду складала біля 900 млн дол. Тому вкладання в них пенсійних накопичень є дещо передчасним, і в Росії сьогодні постає питання про розширення кола фінансових інструментів для НПФ.

Таблиця 2.17.

Обсяги пропозиції фінансових інструментів на розвинутих фондових ринках на кінець 2001 р., трл дол. [200]

Ринок	Облігації	Капіталізація (акції)	Активи інвестиційних фондів (відкритого типу)	Всього
США	14,8	14,0	7,0	35,8
Японія	6,0	2,3	0,3	8,6
Німеччина	1,5	1,1	0,2	2,8
Італія	1,2	0,5	0,4	2,1
Великобританія	0,9	2,2	0,3	3,4
Канада	0,6	1,0	0,3	1,9

Як показує практика, з часом структура портфеля НПФ може бути змінена, а кількість фінансових інструментів збільшена. Показовим є досвід управління активами в умовах радикального підходу до реформування системи пенсійного забезпечення у Чілі, де відбулося кілька етапних змін регуляторного обмеження діяльності з інвестування пенсійних активів. На першому етапі (1980-1985 рр.) розміщення активів обмежувалось винятково державними і корпоративними облігаціями, а також забезпеченими ЦП або банківськими депозитами. З 1985 р. було створено Комісію з класифікації ризиків і дозволено інвестування в акції з обмеженням до 30% (наприкінці 90-х рр. – 97%) загального обсягу активів. З 1990 р. фонди отримали дозвіл на здійснення інвестицій в акції іноземних інвестиційних фондів, нерухомість тощо (рис. 2.13).

У цілому, проведений нами аналіз українських нормативів розміщення пенсійних коштів (на банківських депозитах, в державних ЦП, акціях та облігаціях українських емітентів, іноземних ЦП) показує, що ці нормативи

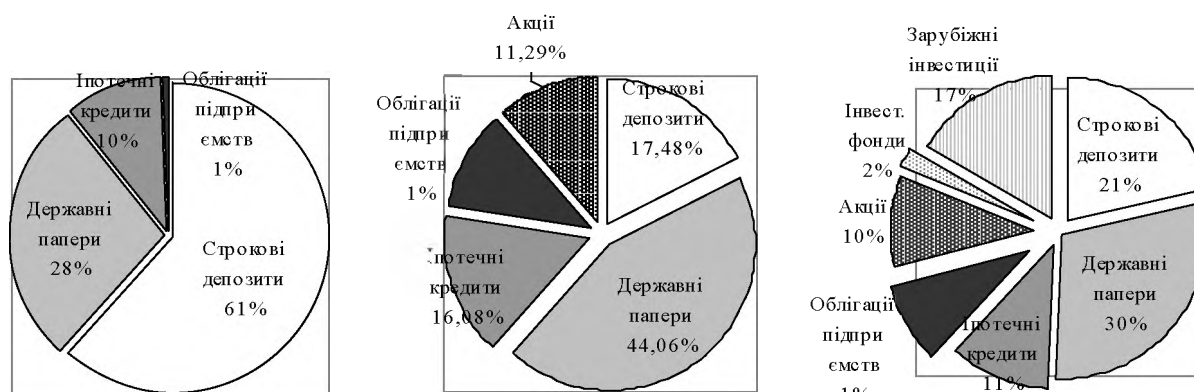


Рис. 2.13. Диверсифікація за видами фінансових інструментів у Чілі в 1981, 1990 і 2002 рр. [9, с.33]

потребують додаткового обґрунтування з урахуванням сучасного стану РЦП і перспектив його розвитку протягом найближчих п'яти років. І оскільки практичну діяльність НПФ започатковано у 2004 р., ця проблема стає надзвичайно актуальною.

Сьогодні через нерозвиненість РЦП з позицій надійності повернення вкладених пенсійних активів НПФ віддають перевагу співробітництву з КБ за депозитною схемою. Це викликано тим, що, по-перше, КБ приймають кредитні ризики на себе, а, по-друге, у разі фінансових ускладнень НПФ через постійний моніторинг “своїх” банків встигають вилучити свої пенсійні активи. Яскравим прикладом є банк “Україна”, який збанкрутував, але пенсійний фонд колишніх працівників цього банку працює і сплачує на теперішній момент більше трьох з половиною тисяч персональних накопичених пенсій.

Крім надійності, для НПФ дуже важливими є вимоги щодо дохідності і безпечності вкладання коштів у фінансові інструменти.

Відповідно до Закону, в Україні встановлення мінімально гарантованої норми доходу за будь-якою пенсійною схемою забороняється. Договір про управління активами пенсійного фонду повинен передбачати зобов'язання особи, яка здійснює управління активами НПФ, щодо забезпечення мінімальної дохідності не нижче офіційного індексу інфляції.

На Заході держава, як правило, встановлює реальну або номінальну, абсолютну або відносну мінімальну дохідність інвестиційного портфеля НПФ. Діяльність фонду в цілому оцінюється на основі реалізованої норми дохідності і середньозваженої дохідності еталонних індексів. Потім загальний результат розкладається на складові, які залежать від обраної політики розміщення активів і відхилення фактичного розміщення активів від визначеного цією політикою. На нашу думку, в Україні на сучасному етапі така практика малоймовірна, оскільки більшість класичних методів базується на історичному минулому активів (інвестиційній історії), тоді як в Україні офіційно визнаний індекс фондового ринку розраховується тільки з 2001 р.

У багатьох країнах, що розвиваються, для забезпечення високої дохідності НПФ введене поняття мінімальної дохідності, тому жоден фонд не може працювати так, щоб його рентабельність була нижче середньостатистичної, досягнутої всією системою за мінусом декількох пунктів. Якщо будь-який фонд не досягає цієї мінімальної дохідності, то вона досягається за рахунок резервних коштів КУА, резервний фонд якої, як правило, створюється у розмірі 1% вартості власного капіталу.

Взагалі, дослідження показують, що одним із найбільш значних факторів досягнення дохідності інвестиційних портфельів НПФ є частка довгострокових (“пасивних”) активів. Ефективний вибір таких інструментів на етапі формування і подальші коригування портфеля за обраною стратегією і ситуацією на РЦП дають кращі результати, ніж тільки короткострокові вкладення з постійним їх ревізуванням.

Для порівняння, інвестиційна діяльність банку передбачає ступеневу структуру строків погашення ЦП, що передбачає вкладання коштів таким чином, щоб по закінченню певного періоду спливав строк погашення певної частини вартості ЦП, або стратегію “штанги”, коли дострокові зобов’язання урівноважуються короткостроковими зобов’язаннями за відсутністю або невеликій кількості середньострокових ЦП [100, с.220-221; 103, с.92-93].

Відповідно до російських вимог “Правил размещения пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением” [118] частка “пасивних” активів (облігацій, банківських депозитів, векселів) повинна складати не менше 50% вартості пенсійних резервів. Інші 50% повинні припадати на вкладення з ринковою дохідністю, тобто такою, що визначається кон’юнктурою ринку. Відповідно до цієї вимоги, управляючий пенсійними резервами постійно розраховує очікуваний дохід і коригує структуру цих резервів.

При складанні плану розміщення пенсійних резервів фондам надано право віднесення об’єктів вкладень до груп ризику. Причому у безризикові об’єкти і об’єкти з мінімальним ризиком вкладення передбачаються без обмеження, а в об’єкти підвищеного ризику і ризиковані – сумарно не більше 40%, у тому числі ризиковані – до 20%. Така структура розміщення забезпечує достатній рівень дохідності портфеля НПФ.

За ступенем ризику об’єкти інвестування в Росії поділяються на п’ять груп: 1) безризикові, за яких ризик втрати активів не перевищує 10%; 2) з мінімальним ризиком, коли він складає 10-25%; 3) з підвищеним ризиком – 25-50%; 4) ризиковані – більше 50%; 5) неприпустимі – інвестування у які пенсійних резервів заборонене. Так, державні рублеві облігації відносяться до безризикових вкладень з середньою ліквідністю і волатильністю; державні валютні – до третьої і четвертої групи з середньою ліквідністю і високою волатильністю; єврооблігації – до першої групи з високою ліквідністю, середньою волатильністю і низьким ризиком дефолту. Вкладення в акції “блакитних корінців” оцінюються як ризикові з високою ліквідністю і високою волатильністю; депозити в банках можуть відноситися до різних (від першої до четвертої) груп – в залежності від ступеня надійності банку.

На жаль, в Україні поки що відсутні методики визначення ризиків (крім кредитних) при вкладанні коштів інвесторів у фінансові інструменти. Але, на нашу думку, російська методика є цілком прийнятною для українських НПФ.

В Україні також можна використати досвід деяких західних країн відносно інвестиційної стратегії НПФ. Наприклад, у Великобританії пенсійні фонди при формуванні стратегії управління портфелем користуються показниками структури середньостатистичного портфеля НПФ, яку розраховує і публікує організація професійних актуаріїв. Орієнтація на “середній пенсійний фонд” дозволяє забезпечити необхідну норму дохідності, а в разі досягнення результатів, вищих за середні, – преміювати інвестиційних менеджерів фонду і підвищити виплати вкладникам [71, с.20].

На нашу думку, на початковому етапі розвитку системи НПЗ доцільно розраховувати такі середньостатистичні портфелі НПФ, які могли орієнтувати інвестиційних менеджерів, котрі не мають ще достатнього досвіду і професійної кваліфікації.

У країнах, що розвиваються, і в країнах, що здійснюють пенсійну реформу, існує одна КУА і одна інвестиційна стратегія, тобто всі вкладники фонду умовно володіють ідентичними інвестиційними портфелями. Такий вибір в умовах становлення системи НПЗ зумовлений значними витратами щодо організації і роботи декількох КУА, а також можливістю виникнення конфліктів інтересів між державними органами управління та інвестиційними менеджерами. До того ж, у цьому випадку немає необхідності відкривати індивідуальні рахунки, а облік провадиться на рівні колективних рахунків, що значно зменшує витрати. В свою чергу, з розвитком НПЗ і зростанням інвестиційної культури населення відбувається розширення інвестиційних стратегій і, як наслідок, – перехід від колективних пенсійних рахунків до індивідуальних. Так, у розвинутих країнах учасники НПФ здебільшого мають можливість вибору прийнятних для себе інвестиційних стратегій і КУА.

Доречним є розгляд питання винагороди КУА, обумовлене у п.2 ст.42 Закону. Сума винагороди КУА або компанії з управління пенсійним фондом визначається як відсоток чистої вартості пенсійних активів, що перебувають у її управлінні, і може змінюватися залежно від виду пенсійних активів... Порядок обчислення винагороди, пов’язаної з управлінням пенсійними активами, а

також порядок виплати додаткової винагороди у разі отримання КУА додаткового інвестиційного доходу відносно запланованого в інвестиційній декларації на відповідний рік, встановлюються ДКЦПФР [41].

Західна практика діяльності НПФ показує, що винагорода КУА не перевищує 1% від вартості пенсійних активів, а в разі їх зростання скорочується до 0,5% і нижче. Зауважимо, що в США обсяги активів, що перебувають в управлінні лише однієї компанії, значно перевищують обсяги українських пенсійних активів взагалі. Тому очевидно, що на початку своєї діяльності українські КУА повинні отримувати винагороду на рівні 2-3%, а в разі забезпечення додаткового інвестиційного доходу відносно запланованого в інвестиційній декларації на відповідний рік преміальна винагорода також повинна суттєво збільшуватися.

Деякі українські вчені намагаються розробити прогнози акумулювання інвестиційних ресурсів Накопичувальним пенсійним фондом і недержавними пенсійними фондами [72], що ґрунтуються на основних макроекономічних показниках, наведених у Прогнозі економічного і соціального розвитку України на 2002-2006 рр. За цими розрахунками, починаючи з 2007 р., сума доходів від інвестиційних операцій НПФ повністю покриватиме витрати на їх обслуговування та забезпечить мінімальну чисту дохідність пенсійних активів, яка є прийнятною в практиці управління зарубіжними НПФ, – 3%.

При цьому прогнозуються такі обсяги надходжень до НПФ за роками: у 2004 р. (9 місяців) – 332,7 млн грн; у 2005 р. – 1014,2 млн грн; у 2006 р. – 2397,6 млн грн.

Чисті інвестиційні ресурси системи НПФ, які можуть бути спрямовані на фінансове інвестування, становитимуть: у 2004 р. (9 місяців) – 342,68 млн грн; у 2005 р. – 1044,63 млн грн; у 2006 р. – 2469,53 млн грн.

Усього за період з 2004 по 2006 рр. – 3856,84 млн грн.

Виходячи з прогнозу обсягів коштів, які будуть акумульовані в системі НПЗ і наведеного вище консервативного прогнозу інвестиційної політики НПФ, ці науковці прогнозують, що:

надходження коштів в економіку України від НПФ за напрямками інвестування становитимуть:

— до Державного бюджету України (через вітчизняні державні боргові ЦП): 2004 р. (9 місяців) – 171,34 млн грн; 2005 р. – 522,32 млн грн; 2006 р. – 1234,77 млн грн.

— до реального сектору економіки (через банківські депозити, ощадні сертифікати та корпоративні облігації вітчизняних емітентів): 2004 р. (9 місяців) – 102,8 млн грн; 2005 р. – 313,39 млн грн; 2006 р. – 740,86 млн грн.

У цілому система накопичувального пенсійного забезпечення може сприяти залученню у реальний сектор економіки інвестиційних ресурсів від 1,5 до 3,77 млрд грн, що становить відповідно від 0,4 до 1,04% реального ВВП за базовим варіантом Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2002-2006 рр.

На нашу думку, зазначені прогнози акумулювання інвестиційних ресурсів НПФ є дещо оптимістичними і не базуються на комплексному системному аналізі, який би враховував сучасний стан РЦП в Україні і мотивацію громадян України до участі у системі НПЗ (інформованість населення про реформу залишається дуже низькою).

Таким чином, проведене дослідження дозволяє зробити висновок, що розбудова фінансового ринку, і РЦП зокрема, залежить від того, яким чином буде накопичуватися акціонерний капітал у виробництві і які будуть створені умови для виникнення таких інституційних інвесторів, як НПФ із значними оборотами та довгостроковими портфелями. Створення цивілізованого РЦП не є необхідною передумовою побудови накопичувальної пенсійної системи. Вони у своєму розвитку доповнюють один одного.

Необхідно розробити і запровадити чіткі заходи у сфері державної політики щодо розвитку фінансового ринку з метою підтримки ефективного здійснення пенсійної реформи. При цьому найважливішого значення набуває професіоналізм і компетентність регулюючих органів та управляючих пенсійними активами. Досі залишається невирішеною проблема недовіри

населення до фінансових установ, а щодо існуючих сьогодні пенсійних фондів, то вона і не може з'явитися, оскільки вони діють поза правовим полем, а їхні активи майже повністю зосереджені на банківських депозитах.

Висновки до розділу 2

Ретроспективний аналіз здійснення фінансового інвестування дозволив виявити певні позитивні зрушення в діяльності інституційних інвесторів. Поступово вони набувають досвіду інвестиційної діяльності, опановують фінансовий ринок і завойовують його левову частку. Це зумовлюється тим, що, по-перше, ці інститути є професійними учасниками ринку, а, по-друге, у вимогах до складу та структури їх активів переважну частку займають фінансові інструменти. При цьому їх інвестиційна активність істотно різниться.

У загальній кількості учасників ПФТС частка комерційних банків у 2002 р. склала 47,22%, що зумовлюється відповідним рівнем їхньої капіталізації, жорсткою та дієвою системою контролю, чого не мають поки що інші учасники РЦП. Найбільш динамічним за темпами розвитку є ринок страхових послуг. Про це свідчить загальна сума страхових внесків, отримана страховиками протягом 2000-2002 рр. (з 2,136 у 2000 р. до 4,44 млрд грн у 2002 р.). Однак галузь забезпечує перерозподіл менш, ніж 2% ВВП (аналогічний показник для розвинутих країн – 8-12%). З одного боку, це вказує на потенційні можливості її подальшого розвитку, а з іншого – на те, що страховий ринок сьогодні не акумулює вагомих інвестиційних ресурсів. Щодо інститутів спільного інвестування, то інвестиційні фонди та компанії, створені для сприяння сертифікатній приватизації у 1994 р., ліквідуються і розраховуються зі своїми учасниками. Станом на 01.01.03 в Україні функціонувало 129 таких ІСІ. При цьому нові ІСІ тільки проходять процедуру створення, що призводить до зменшення показників їхньої діяльності. Недержавні пенсійні фонди почали своє існування у 2004 р., але завдяки їм передбачається активізувати український РЦП через спрямування на нього близько 70% пенсійних активів.

У цілому український ринок не відповідає вимогам розвитку економіки і має чітко виражену спекулятивну спрямованість. За цих умов важливим кроком у розвитку фінансового інвестування останнім часом було прийняття ЗУ “Про внесення змін до Закону України “Про страхування”, в якому запроваджено норми щодо підвищення капіталізації страховиків, розширено перелік категорій активів, якими можуть бути представлені сформовані страхові резерви; ЗУ “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, який передбачив залучення індивідуальних інвесторів до інвестування, функціонування венчурних фондів, що має дати поштовх розвитку в Україні венчурного бізнесу та інноваційних процесів в Україні. Враховуючи прийняття ЗУ “Про недержавне пенсійне забезпечення”, розвиток НПФ у 2004 р. пов’язаний з формуванням правової бази щодо їх діяльності.

Виявлено, що сучасний стан розвитку фінансового ринку потребує внесення певних змін у діяльність інвестиційних інститутів, а саме:

1. Нормативи інвестування банківських установ Н11 і Н12, встановлені НБУ, потребують перегляду, оскільки при зростанні вкладень в асоційовані та дочірні компанії автоматично зменшується регулятивний капітал банку, покладений в основу розрахунку інших нормативів (тільки найбільші КБ мають змогу робити вкладення у розмірі більше 10% статутного капіталу компанії); недоцільність використання для КБ фінансових звітів емітентів для оцінки ризику окремих ЦП; при формування банківського інвестиційного портфеля необхідно враховувати не тільки його розподіл, а й суму резервів, яку КБ має створити під операції з ЦП;

2. Аналіз діяльності страховиків показав, що вони збільшують вкладення у дохідні ЦП. Однак майже кожна четверта гривня (24,4%) технічних резервів лежить на строкових вкладах у банках. А разом із коштами на розрахункових рахунках у КБ обертається 60% (!) усіх технічних резервів СК. Для того, щоб активізувати вкладення українських страховиків у ЦП, необхідно розширити обсяг операцій довгострокового страхування життя, частка якого сьогодні складає лише 0,54% страхового ринку. Доцільним є вивчення досвіду західних

СК через актуальну і необхідну проблему реформування системи управління резервами страховиків.

3. У сучасних умовах конкурентами КБ у боротьбі за гроші вкладників можуть стати інститути спільного інвестування через вищу дохідність, якої вони можуть досягти. Виявлено, що в Україні на початковому етапі діяльності нових ІСІ їх інвесторами переважно стануть юридичні особи, а фонди для фізичних осіб з'являться через 5-10 років через нестачу у населення достатніх коштів. З метою розвитку схем колективного інвестування необхідно: розробити механізм відповідальності КУА перед інвесторами; передивитися обмеження щодо діяльності диверсифікованих фондів, оскільки вони стримують інвестування цих інститутів; створити необхідну інфраструктуру для венчурного бізнесу;

4. На сьогоднішній день за даними Міністерства статистики в Україні зареєстровано 35 недержавних пенсійних фондів, з яких тільки 31 провадить господарську діяльність. З метою належного регулювання таких фондів у частині інвестиційної діяльності необхідно: встановити додаткові вимоги до КБ, на рахунках яких будуть розміщуватися пенсійні активи; створити умови для підвищення рейтингу вітчизняних підприємств, ЦП яких будуть купувати НПФ; запровадити методику віднесення об'єктів вкладень до груп ризику при складанні плану розміщення пенсійних активів.

У цілому аналіз показує, що зацікавленість комерційних банків, страховиків, інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів у здійсненні фінансового інвестування зростає з кожним роком. Проте нерозвинений фінансовий ринок стримує розвиток економіки шляхом залучення фінансових інвестицій, не дозволяє диверсифікувати ризики через відсутність дохідних і ліквідних ЦП (привабливими залишаються лише банківські депозити), і, як наслідок, обмежує можливості одержання інвесторами доходів від операцій з фінансовими інструментами.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях [55, 59, 60, 105].

РОЗДІЛ 3

ШЛЯХИ АКТИВІЗАЦІЇ ПРОЦЕСУ ФІНАНСОВОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Перспективи розвитку фінансового інструментарію для інституційних інвесторів

Оскільки комерційні банки, страхові компанії, інститути спільного інвестування і недержавні пенсійні фонди загалом є консервативними інвесторами і дотримуються пасивної стратегії, то рекомендований для них фінансовий інструментарій має певні обмеження щодо впровадження. Останні впливають з особливостей природи інституційних інвесторів: довгостроковий характер накопичень та їх соціальна спрямованість зумовлюють потребу в довгострокових і надійних фінансових інструментах з належним забезпеченням зобов'язань за ними .

Сучасний стан фінансового інвестування в Україні відрізняється, по-перше, обмеженістю наявного кола ЦП та інших фінансових інструментів, визначених законодавчо, які задовольняють вимоги всіх груп інституційних інвесторів (банківські депозити, ощадні сертифікати, державні облігації, облігації підприємств, акції); по-друге, обмеженістю можливості випуску окремих інструментів, які б могли розглядатися як об'єкти для інвестицій, однак за певних обставин не набули широкого застосування (облігації місцевих позик, конвертовані облігації, привілейовані акції). Через це розширення напрямів інвестування активів інституційних інвесторів пов'язане з удосконаленням умов випуску існуючих і запровадженням нових видів фінансових інструментів.

У цілому, з метою досягнення інституційним інвестором цілей інвестування необхідно дотримуватись таких вимог щодо фінансових інструментів відносно:

1) гарантування повернення інвестованих коштів – забезпечення зобов'язань емітента щодо ЦП;

2) гарантування дохідності за окремими інструментами – встановлення доходу за фінансовим інструментом за ставкою, що враховує рівень інфляції або зміну курсу національної валюти (валютне застереження);

3) підтримання ліквідності окремих інвестиційних інструментів – наявність зобов'язань емітента або його пов'язаної особи щодо обов'язкового викупу ЦП взагалі або за певних обставин.

Так, підвищення інвестиційної привабливості державних ЦП передбачає створення законодавчої і нормативної бази для випуску нових надійних фінансових інструментів, захищених від дефолту та інфляції, з високою дохідністю.

Вітчизняна практика реструктуризації заборгованості з ОВДП, остання з яких відбулася у вересні 2001 р., та інвестиційна діяльність таких інвесторів, як СК та НПФ, є несумісними, оскільки перенесення на більш віддалений строк виплати процентів і погашення облігацій, а також зменшення цих платежів може призвести до невиконання цими інвесторами зобов'язань перед своїми учасниками. За цих умов в основу розвитку ринку державних ЦП необхідно покласти такі принципи: верховенство права; стабільність і надійність; прозорість процесу обігу та відкритість емітента; довіра, добровільність і мотивація інвесторів. Крім того, доцільно запровадити наступне:

1. У частині гарантування повернення інвестованих коштів необхідно перейти від боргових ЦП, випущених під загальне зобов'язання емітента, до боргових ЦП із відповідним забезпеченням, наприклад, такими фінансовими активами, як акції приватизованих підприємств, золотовалютні резерви тощо.

2. Щодо гарантування дохідності за державними ЦП, то вона має забезпечувати не тільки відшкодування втрат від інфляції, але й певний нормативний дохід. При цьому потрібно випускати: а) середньо- і довгострокові інструменти, які були б номіновані в твердій валюті з фіксованим валютним доходом; б) державні ЦП з плаваючим купоном, що враховує рівень інфляції за період виплати доходу, тобто фактичний рівень інфляції плюс дохід на рівні не нижче 3-5% річних.

3. У частині підтримання ліквідності державних ЦП створити в Україні систему первинних дилерів, тобто групи розповсюджувачів цих інструментів, які мають право брати участь у первинних аукціонах з їх розміщення і покликані підтримувати певний рівень активності та ліквідності на ринках державних боргових зобов'язань. Таким чином, НБУ позбудеться необхідності самостійно працювати на відкритому ринку з ЦП і утримувати численний апарат професіоналів для роботи на ньому.

Сьогодні Мінфін проводить роботу з розробки програми середньо- та довгострокових державних зобов'язань. Її головним завданням є створення ефективно діючого ринку державних ЦП на середньо- та довгостроковий періоди, усунення адміністративних бар'єрів на шляху його розвитку, а також удосконалення нормативно-правової бази, яка б сприяла цим процесам.

Певну надію інституційні інвестори покладають сьогодні на облігації місцевих позик, зважаючи на прийняті у 2003 р. Постанову КМУ “Про затвердження Порядку здійснення запозичень у місцеві бюджети” [113] та Рішення ДКЦПФР “Про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” [126].

У частині гарантування повернення інвестованих коштів у ці інструменти необхідно враховувати західний досвід. Так, залежно від забезпечення існує поділ муніципальних ЦП на облігації:

— під загальне зобов'язання – незабезпечені облігації, підкріплені добросовісністю емітента, який не бере на себе будь-яких заставних зобов'язань. Зазвичай такі облігації випускаються для фінансування проектів, що не дають прибутків;

— під дохід від проекту – облігації погашаються за рахунок доходів від проекту, для фінансування якого вони випускаються. Різновидом таких облігацій є такі, що випускаються, наприклад, для мобілізації коштів на будівництво промислового підприємства, яке у майбутньому здається в оренду;

— під спеціальний податок, які погашаються за рахунок цього податку, наприклад, податку на бензин у США, що стягується зазвичай для погашення облігацій, випущених для фінансування будівництва автомобільних шляхів.

За наших умов можна запропонувати випускати облігації під дохід від проекту та під спеціальний податок, що зробить ці інструменти більш надійними і привабливими для інвесторів.

Ще одною формою гарантування повернення інвестованих коштів може стати “...страхування облігацій місцевої позики для відшкодування будь-яких збитків у разі, якщо виплати номінальної вартості та (або) купонних процентів будуть виконані неповністю або несвоєчасно” [159, с.53]. Страхування ризиків повинен здійснювати емітент, а його витрати мають відшкодуватися за рахунок зниження вартості позики через встановлення більш низьких процентів за застрахованими облігаціями.

З метою забезпечення інвестиційної привабливості облігацій місцевих позик важливою умовою є підтримання їхньої ліквідності при постійному котируванні на вторинному ринку.

Як вважають експерти, ринок місцевих облігацій оживе тільки після зміни діючого законодавства. Якщо вищезазначені проблеми вирішити на цьому рівні, то місцеві позики набудуть нового розвитку.

Світова практика показує, що у країнах, де існує дефіцит фінансових інструментів, широкого розвитку набуває ринок корпоративних облігацій. Сьогодні можна позитивно сприймати скасування обмеження на обсяг емісій облігацій українських АТ на рівні 25% від розміру статутного капіталу. Адже “...за приблизними оцінками, частка акціонерних товариств у загальному обсязі випуску облігацій підприємств становить близько 8%. Водночас час 75% промислового потенціалу національної економіки сконцентровано саме на підприємствах, створених у формі акціонерних товариств. На сьогодні це: 24 тис. закритих та 12 тис. відкритих товариств” [133, с.11].

Оскільки інвестиційна привабливість облігацій підприємств пов’язана, передусім, із захистом інтересів інвесторів і гарантуванням повернення

інвестованих коштів, ДКЦПФР у 2003 р. було прийнято “Положення про порядок випуску в обіг облігацій підприємств” [127], де вводиться принцип забезпеченості цих облігацій. Якщо на першій стадії прийняття документу розглядалося питання про розподіл облігацій підприємств на “забезпечені” і “незабезпечені”, то тепер в ньому введено нове поняття – “облігації з додатковим забезпеченням”. Адже якщо випуск облігацій перевищує 5% суми активів, то називати ці облігації “незабезпеченими” просто некоректно.

Забезпечення облігацій може бути різноманітним, можливо навіть, що облігації будуть забезпечуватися самим андерайтером випуску. Він, наприклад, відповідно до п.2.5 зазначеного Положення, може знижувати ризики непогашення шляхом укладання так званих договорів “зворотного викупу” (договору РЕПО) з покупцями облігацій.

Однак про забезпечення облігацій активами, в тому числі в заставі, в документі не йдеться, оскільки схеми, за якої окремо взяті активи забезпечували б випуск облігацій, поки що не існує. Ми можемо припустити, що емітент укладе договір застави з кожним інвестором, а для забезпечення боргових зобов'язань навіть передасть деякі активи або майно в заставу. Проблем не виникне доти, поки власник забезпеченої облігації не вирішить її продати: щоразу новий покупець повинен буде переукладати з емітентом договір застави. У результаті це знизить ліквідність таких інструментів, оскільки, по-перше, у більшості випадків договір застави завіряється нотаріально, а, по-друге, на певному етапі обігу ЦП на вторинному ринку емітент зможе просто відмовитися укладати договір застави.

У новому Положенні введене також нове правило: якщо обсяг випуску облігацій перевищує розмір власного капіталу, то в інформацію про випуск буде вноситися спеціальна пересторога. У цьому документі робиться акцент на повне і своєчасне розкриття інформації емітентом. Буде прийнятий уніфікований стандарт надання інформації емітентом корпоративних облігацій.

У частині гарантування дохідності й безпечності облігації інвестор має аналізувати кредитний рейтинг емітента (кредитну історію). У практиці

кредитного рейтингування застосовуються міжнародні й національні шкали оцінок.

Наприклад, американські пенсійні фонди розміщують свої кошти в ЦП, орієнтуючись на міжнародні рейтинги. Так, законодавчо визначено, що ЦП з рейтингом AAA мають складати не менше 60% портфеля НПФ, AA і A – не більше 30%, а ЦП з рейтингом, нижче A, – не більше 5%. Те ж стосується і страховиків.

Поява в Україні в кінці 90-х рр. кредитних рейтингів провідних міжнародних рейтингових агенцій була пов'язана з виходом українських позичальників на зовнішні ринки капіталів. Спочатку кредитні рейтинги було присвоєно борговим зобов'язанням Уряду України, потім деяким українським банкам (Надра, ПУМБ, Приватбанк), компаніям (Київстар, AIG Україна) і Києву. Однак міжнародний рейтинг мало корисний при розміщенні позик у країні. Україна, як країна, має доволі низький кредитний рейтинг, тому автоматично всі вітчизняні позичальники потрапляють у нижню частину шкали.

За таких обставин особливого значення набуває національна шкала кредитних рейтингів. Вона була затверджена Постановою КМУ “Про затвердження Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання” від 01.04.04 [111]. Українська шкала дуже нагадує шкалу Standart&Poor's, що можна пояснити використанням подібної класифікації багатьма кредитними агенціями світу, а також зрозумілістю її для інвесторів різних країн.

В Україні існує два вітчизняних рейтингових агентства (“Кредит-Рейтинг” і “Авеста-Україна”), проте їх послугами учасники РЦП не користуються. “Такі містечкові “рейтинги” типу BBB UA, що базуються на відкритій доступній інформації про емітента – інвестмеморандумі і фінзвітах, в принципі може розробляти і публікувати будь-який “аналітик”. Від цього емітент паперів в інвестиційну градацію не потрапить” [122, с.7]. До того ж, оскільки українські агентства беруть плату за свої рейтинги, їх не можна вважати дійсно незалежними.

За деякими оцінками, в Україні стався бум корпоративних облігацій (структура торгів у ПФТС в 2002 р. показала, що з 6,3 млрд грн – 5 млрд складають боргові зобов'язання), причому, з іншого боку, – ринок вважається неліквідним. Тому потрібно розглядати рейтинги як один з елементів досягнення більшої ліквідності РЦП.

Щодо дохідності корпоративних облігацій, то вона має визначатися, виходячи з дохідності аналогічних за строками погашення державних облігацій плюс премія за кредитний ризик (рейтинг) того чи іншого корпоративного емітента. В сучасних умовах рівень дохідності облігацій підприємств визначається як деяка величина, що залежить, передусім, від стану ставок на ринку банківських кредитів.

Таким чином, зважаючи все вищевикладене, можна запропонувати такі заходи для активізації інвестування у корпоративні облігації:

1. Виділення з групи наявних емітентів корпоративних облігацій тих, які спроможні сформувати криву дохідності, максимально наближену до гіпотетичної кривої дохідності ОВДП, як найменш ризикованих ЦП.

2. При визначенні обсягу випуску корпоративних облігацій АТ слід відштовхуватися не від розміру статутного фонду, а від величини капіталу. При цьому необхідно заборонити випускати облігації підприємствам, власний капітал яких на момент прийняття рішення про емісію цих ЦП менший за їх статутний капітал.

3. Проведення емісії облігацій повинно здійснюватися через андерайтера або маркет-мейкера, які б не лише сприяли первинному розміщенню цих ЦП, але й підтримували їх ліквідність на вторинному ринку (наприклад, в Росії для інвестора одним із найважливіших факторів при ухваленні рішення про інвестування в корпоративні облігації є ім'я андерайтера).

4. Поширення на ринку банківських облігацій. Для цього необхідно удосконалити регламентацію діяльності КБ на РЦП, а також сам процес емісії облігацій. Для успішного розвитку РЦП процес емісії не повинен бути занадто зарегульованим, а процедура реєстрації не повинна займати занадто багато часу.

5. Удосконалення законодавчої вимоги щодо забезпечення облігацій. При цьому можна ввести нові типи облігацій: субординовані, незабезпечені, гарантовані, облігації із заставою ЦП тощо.

6. Розробка механізму конвертації облігацій в інші ЦП, адже для компаній країн, що розвиваються, конвертовані облігації дають змогу отримати капітал, необхідний для зростання за зниженою ціною (облігаційна частина) або за рахунок зростання ціни розміщення (“прихований” випуск акцій).

Поки що в Україні схему конвертації облігацій неможливо реалізувати, оскільки переважне право купити акції нового випуску мають тільки акціонери, а не власники конвертованих облігацій. ЗУ “Про цінні папери і фондову біржу” декларує, що спочатку потрібно реалізувати права акціонерів. І якщо вони приймуть рішення викупити свої частки в додатковій емісії, то держателі конвертованих облігацій відповідно нічого не одержать.

7. Законодавче та нормативне врегулювання процедури емісії зовнішніх облігацій підприємств, що значно полегшить участь у їх обігу національних інвесторів, і що також потребує внести відповідні зміни до ЗУ “Про цінні папери і фондову біржу” стосовно запровадження нового виду ЦП – зовнішніх облігацій підприємств та визначення основних умов їх розміщення, обігу та погашення.

8. Удосконалення механізму дострокового викупу облігацій з чітким встановленням премії за відклик. В Україні частина емітентів спробувала використати переваги відклику і передбачила його під час розміщення своїх облігацій протягом 2000-2002 рр. При цьому у більшості випадків не вважалося за потрібне компенсувати інвесторам втрачені ними купони: “...з дев’яти українських емітентів лише один встановив премію за відклик, ще п’ять на момент емісії взагалі не визначились з ціною викупу, а три акціонерних товариства передбачили, що достроковий відклик відбуватиметься за номіналом” [143, с.22].

У цілому реальні умови вітчизняного РЦП поки що не дають змоги достатньою мірою реалізувати механізм дострокового викупу облігацій через

слабкий вторинний ринок цих ЦП. Інвестора ж не приваблює можливість позбавлення купонних платежів внаслідок дострокового викупу облігацій, оскільки саме вони є основною частиною його доходів від володіння ЦП.

Отже, в Україні назріває лібералізація ринку корпоративних облігацій, що перебуває на межі інтересів регулятора ринку та його учасників. З метою забезпечення стабільності ринку, в інтересах регулятора залишається встановлення деяких вимог до емітентів.

Досить проблематичним є функціонування ринку акцій як найсуттєвішого інструмента вкладень коштів інституційних інвесторів. З метою активізації цього процесу доцільно запровадити такі заходи:

1. Прийняття ЗУ “Про акціонерні товариства” з метою покращення ситуації з корпоративним управлінням, підвищенням рівня захисту прав інвесторів, у першу чергу портфельних, до яких належать інституційні інвестори. До прийняття цього закону учасники корпоративних відносин мають керуватися в своїй діяльності національними Принципами корпоративного управління [131], які містять ключові засади, на основі яких мають розвиватися корпоративні відносини в Україні та конкретні рекомендації щодо якісного та прозорого управління АТ відповідно до міжнародних стандартів.

Зауважимо, що структура корпоративного управління повинна відповідати умовам і відмінностям тієї чи іншої країни, а корпоративне право в цілому відображати практику конкретного фондового ринку. Розглядаючи структуру систем корпоративного управління різних країн, ми виявили, що в США основними групами акціонерів є приватні інвестори, пенсійні та інвестиційні фонди, в Німеччині – банки та інші корпорації, в Росії – менеджери і працівники АТ, банки та інвестиційні структури. В Україні ж частка останніх набагато менша, оскільки провідні позиції займають менеджмент підприємств, органи державної влади і стратегічні інвестори.

2. Формування єдиного інформаційного масиву даних про емітентів ЦП та забезпечення його підтримки в актуалізованому стані. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку має укладати договори з існуючими на ринку

інформаційними агентствами, що співпрацюють з емітентами, і концентрувати отриману від них інформацію з її подальшим оприлюдненням. У результаті це має сприяти виникненню в Україні цивілізованого і прозорого ринку акцій.

3. Оскільки інституційні інвестори здебільшого є консервативними вкладниками, особливого значення для них набуває стабілізація дивідендних виплат. Реалізація такої політики може відбуватися або через фіксацію дивідендних виплат у грошовому виразі, або фіксацію дивідендного виходу, тобто частку дивідендів у чистому прибутку АТ. Поки що в Україні підприємства займаються реінвестуванням і не мають можливості виплачувати дивіденди акціонерам. Однак політика стабілізації дивідендних виплат має бути привабливою для вітчизняних АТ, скільки вона дає змогу розраховувати на увагу з боку значної кількості інвесторів, є прозорою та зрозумілою для дрібних інвесторів.

4. Проведений нами вище аналіз діяльності інституційних інвесторів на РЦП показав, що їх інтерес до акцій окремих українських емітентів постійно зростає, тому потрібно зняти перешкоди для додаткових емісій цих ЦП. ”Незважаючи на те, що основною проблемою українських підприємств є нестача інвестиційних ресурсів (що підтвердили 94% опитаних керівників акціонерних товариств), лише 19% респондентів бачать для своїх акціонерних підприємств перспективи роботи з цінними паперами і то лише за умови подальшого розвитку інфраструктури фондового ринку. З них лише 10% респондентів реально працюють в цьому напрямі” [70, с.16].

5. Надання можливостей АТ випускати привілейовані акції з різними правами і чітка регламентація реалізації права голосу їх власниками. Питання голосування власниками цих акцій з максимальним захистом їх прав можна вирішити через використання умовного характеру існування права голосу. Цей підхід повинен ґрунтуватися на принципах: обов’язкове голосування з питань, що можуть вплинути на права власників привілейованих акцій; надання права голосу у випадку невиплати дивідендів; розбіжності в голосуючих правах для різних видів (класів) привілейованих акцій.

6. Вирішення проблеми консолідації акцій вітчизняними підприємствами. Існуючі нормативні акти [128, 129] регламентують лише порядок реєстрації номінальної вартості у ДКЦПФР, але не дають відповіді на ті питання, які можуть виникнути при проведенні зворотного спліту менеджментом АТ. На нашу думку, його проведення дасть змогу знизити трансакційні витрати інвесторів, оскільки торгівля дорогими акціями є дешевшою, ніж торгівля дешевими ЦП. Крім того, акції, що продаються за низькими цінами, можуть бути значно недооцінені інвесторами, що впливає на можливість залучення АТ нових капіталів. Однак проведення консолідації може позначитися на дрібних власниках, тому основні зусилля потрібно спрямувати на забезпечення прав акціонерів при утворенні та розподілі залишку акцій.

7. Створення паралельного ринку акцій, тобто ринку ЦП невеликих і середніх компаній. Великий розмір АТ ще не гарантує дохідність та безпеку вкладень інвестора, а товариства з незначним капіталом можуть мати значні перспективи і забезпечувати своїм власникам стабільний дохід. До того ж, західний досвід свідчить, що існування паралельних ринків дозволяє останнім розширити їх до розмірів, які відповідають вимогам лістингу на основному ринку.

На нашу думку, врахування зазначених пропозиції дозволить суттєво підвищити інвестиційну привабливість акцій для інституційних інвесторів, зважаючи на істотну недооцінку цих ЦП.

А поки що інституційні інвестори віддають перевагу банківським депозитам і ощадним сертифікатам. Однак і вони потребують перегляду з точки зору досягнення інвестиційних цілей.

У першу чергу, підвищення їх безпеки і надійності потребує реалізації заходів щодо розвитку банківської системи в Україні:

— досягнення повної відповідності Базельським принципам ефективного банківського нагляду, що передбачає вдосконалення чинного законодавства та нормативно-правових актів НБУ;

- впровадження оцінки діяльності КБ на консолідованій основі з урахуванням ризиків;
- підвищення рівня капіталізації КБ, інтенсивне застосування процедури їх реорганізації шляхом приєднання та злиття малих і фінансово нестійких КБ;
- посилення боротьби з відмиванням брудних грошей;
- удосконалення чинного законодавства з питань посилення захисту прав та інтересів вкладників, до яких належать й інституційні інвестори.

Щодо банківських депозитів, то засобом підвищення їх інвестиційної привабливості для СК і НПФ як найбільш консервативних інвесторів, можна вважати встановлення законодавчої норми, згідно з якою кошти, внесені ними на строкові банківські депозити, підлягають спеціальному захисту в разі банкрутства КБ шляхом виключення активів, у які розміщено страхові резерви і пенсійні кошти, з ліквідаційної маси, на яку може бути звернено стягнення за зобов'язаннями КБ перед іншими кредиторами. КБ також може встановити для таких депозитів індексовану депозитну ставку, тобто ставку, збільшену на приріст офіційного індексу інфляції.

З метою підвищення інвестиційної привабливості ощадних сертифікатів необхідно вдосконалити законодавство, що регулює питання їх випуску, обігу та погашення, у таких основних напрямках:

- визначення у законодавчих актах такого виду ЦП, як депозитний сертифікат. У ЗУ “Про цінні папери і фондову біржу” є визначення ощадного сертифікату, але немає згадки про депозитний. У результаті розмежування правових статусів депозитного і ощадного сертифікатів призводить до різних зловживань;
- розділити правовий статус депозитного та ощадного сертифікатів;
- ввести обов'язкову реєстрацію державним регулюючим органом випусків ощадних (депозитних) сертифікатів з метою підвищення їх надійності;

— “...скасувати обмеження щодо вільного обігу іменних ощадних сертифікатів, поширивши на них порядок реєстрації прав власності, встановлений для іменних цінних паперів” [159, с.55].

Зазначені заходи сприятимуть використанню ощадних і депозитних сертифікатів у формуванні портфелів інституційних інвесторів.

Підсумовуючи все вищевикладене, для інституційних інвесторів сьогодні, на нашу думку, є важливим моделювання нових ЦП. При цьому дуже важливо пристосувати закордонний досвід відповідно до української практики і розробити нові, прийнятні для таких інвесторів типи ЦП. Певна надія сьогодні покладається на новий законопроект “Про цінні папери та фондовий ринок”, який дозволить емітентам випускати ЦП, що широко використовуються у міжнародній практиці.

Однак прийняття нового закону ще не гарантує інституційному інвестору вирішення проблеми пошуку дохідних і надійних інструментів, захищених від інфляції. Поки що їм не залишиться нічого, крім інвестування у короткострокові високоризикові інструменти. Тому ми вважаємо за доцільне запровадити нові державні ЦП – пенсійні облігації, емітентом яких має стати НБУ. Дохідність по цим облігаціям має бути “позитивною”, тобто вищою за темп інфляції. У результаті пенсійні облігації можуть стати основним інструментом акумуляції пенсійних резервів НПФ і ліквідною формою їх збереження.

Ми пропонуємо такий механізм розміщення пенсійних облігацій:

1) пенсійні активи, вкладені у пенсійні облігації, розподіляються НБУ через систему міжбанківського кредиту серед КБ на умовах збереження і повернення;

2) КБ розміщують суму державних пенсійних кредитних ресурсів у довгострокові інвестиційні проекти і роблять виплату процентів з урахуванням встановленого державою рівня мінімальної дохідності пенсійних облігацій.

3) НБУ розподіляє проценти за користування державними пенсійними кредитними ресурсами в інвестиційний дохід на пенсійні облігації, що належать НПФ.

У процесі реалізації запропонованої схеми організації інвестування пенсійних активів НПФ потрібно, перш за все, адаптувати регіональні біржі до розміщення пенсійних резервів НПФ у пенсійні облігації і встановити норматив на частку розміщених у пенсійні облігації активів на рівні не менше 50%. При цьому обсяг випуску таких облігацій має визначатися попитом на них; строк обігу не повинен перевищувати один календарний рік, а виплати доходу здійснюватися щоквартально.

Іншим інструментом, що відповідає інвестиційним цілям СК і НПФ і дає змогу підтримувати реальний сектор економіки, можуть стати корпоративні облігації, гарантовані державою. Так, російський досвід показує, що “пенсійні каси дореволюційної Росії, наприклад, частину своїх коштів (біля 30-40%) спрямовували на придбання облігацій приватних і казенних залізних доріг, гарантованих державою. Цей напрям інвестицій вважався надійним і дохідним. Одночасно держава стимулювала залізничне будівництво за рахунок залучення приватного інвестиційного капіталу, в тому числі накопичувальної пенсійної системи” [23, с.54-55].

Таким чином, ми можемо перейти до моделі інвестування пенсійних резервів НПФ за участю і контролем держави, коли держава приймає на себе функції з гарантування збереження пенсійних накопичень учасників НПЗ.

У світовій практиці досить привабливими та ліквідними фінансовими інструментами є іпотечні ЦП, забезпечені заставними. Сьогодні їм належить найбільша частка у світовому ринку довгострокових боргових зобов'язань. Зокрема, вони складають понад 40% сукупного ринку облігацій США.

ЦП, забезпечені заставними, є облігаціями, забезпеченими пулом іпотечних позик, а об'єднання іпотечних позик у єдиний пул відбувається з метою їх використання як застави для ЦП.

В Україні існують дві основні передумови для становлення ринку іпотечних ЦП: 1) прискорене зростання попиту на інвестиційні ресурси з боку сільського господарства та житлового будівництва, які сьогодні досить динамічно розвиваються і мають порівняно короткий термін окупності

інвестицій; 2) очікуваний попит інституційних інвесторів на іпотечні облігації, оскільки останні мають вищу надійність порівняно з корпоративними ЦП і вищу дохідність порівняно з державними ЦП.

Однак на шляху розвитку цих ЦП існує декілька серйозних перепон. Так, в Україні відсутній ринок землі, і, як наслідок, відсутня зважена на відкритий попит-пропозицію ціна на земельну ділянку. Друга перепона впливає з першої і полягає в тому, що низькі ціни на землю і незначна потенційна місткість цього ринку унеможливають створення пропозиції іпотечних облігацій, адекватну попиту з боку інституційних інвесторів. До того ж, сьогодні не сформована справедлива ціна на сільськогосподарську продукцію у товаровиробника і не забезпечена її рентабельність. Основну частину прибутків збирають посередники та реалізатори продукції, які поставляють її кінцевому споживачу, тому безпосередній товаровиробник потерпає від збитків. Таким чином, зазначені перепони не дозволяють розвиватися ні іпотечному кредитуванню, ні сільськогосподарському виробництву [158, с.48].

З урахуванням цього в якості застави землі більш реалістично виглядає застава ділянок землі в межах міської забудови, яка має більше переваг порівняно із заставою земель сільськогосподарського призначення: по-перше, на цю землю сформований підвищений попит; по-друге, вона має набагато більшу ціну; по-третє, в Україні вже існує необхідна правова база для відчуження цієї землі.

Ще одним механізмом випуску іпотечних ЦП є їх випуск під заставу нерухомості, однак і тут існують певні проблеми. Зокрема, в Україні залишається низьким загальний платоспроможний попит на житло, багато об'єктів мають низьку ліквідність, виникають проблемні питання під час відчуження заставленого житла, що відбувається після його заселення.

На нашу думку, для того, щоб ринок іпотечних ЦП набув розвитку, а інвестор був впевнений у їх надійності, необхідно:

1) передбачити відповідні механізми відшкодування позичальникові відповідних збитків від інфляційного знецінення інвестицій при пріоритетному виконанні боргових зобов'язань емітента перед кредитором;

2) надати державні гарантії виконання зобов'язань емітента за іпотечними ЦП;

3) створити Земельний банк, який буде купувати заставні та емітувати іпотечні облігації, що будуть розміщуватися серед інвесторів;

4) система іпотечного кредитування має будуватися за механізмом сек'юритизації, оскільки установи, які надають іпотечні кредити, отримують механізм рефінансування через випуски іпотечних ЦП з паралельним зняттям ризиків, пов'язаних із кредитуванням. Крім того, учасникам РЦП надаються нові фінансові інструменти;

5) створити систему обліку прав власності на об'єкти нерухомості;

6) запровадити "...стандартизацію процедур, пов'язаних із наданням та обслуговуванням іпотечного кредиту, що включає: андеррайтинг позичальника (перевірку легітимності предмета застави); оцінку майна, що передається у заставу; оцінку кредитного ризику (ризiku дефолту позичальника та ризику застави), що потребує створення системи моніторингу "кредитних історій" позичальників та кредитного рейтингу; визначення ставки кредиту" [135, с.9];

7) мінімізувати витрати на випуск іпотечних ЦП і запровадити просту і прозору систему платежів;

8) приділити увагу стандартизації процедур, пов'язаних із випуском та обігом іпотечних ЦП, що включає визначення оптимальних важелів регулювання: розміру кредиту – вартості застави; обсягу емісії іпотечних ЦП – розміру кредиту; ставки по кредиту – доходу за іпотечними ЦП тощо.

З 1 січня 2004 р. набули чинності ЗУ "Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати" [40] і "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" [44]. Таким чином, РЦП отримує нові фінансові

інструменти – сертифікат фонду фінансування операцій з нерухомістю (ФОН), іпотечний сертифікат і заставну.

Отже, зважаючи на все вищевикладене, ми вважаємо, що з метою появи в Україні фінансових інструментів, прийнятних для інвестування активів інституційних інвесторів, необхідно створити відповідну правову базу їх випуску та обігу. Зокрема, це стосується:

- прийняття ЗУ “Про цінні папери та фондовий ринок”, який передбачав би розширення видів ЦП, їх типів, умови випуску та обігу ЦП;

- внесення змін до деяких нормативних актів в частині запровадження середньо- та довгострокових державних ЦП різних типів;

- прийняття ЗУ “Про акціонерні товариства”, який запровадив би міжнародні стандарти корпоративних відносин, спрямованих на захист портфельних інвесторів;

- прийняття законів “Про Державний земельний (іпотечний) банк”, “Про особливості створення та діяльності іпотечних установ в Україні”, “Про довічне управління майном”;

- зняття законодавчих та нормативних обмежень для виходу інституційних інвесторів на ринок єврооблігацій;

- “...прийняття Національним банком України нормативно-правового акта щодо спрощення порядку здійснення валютних операцій інститутами спільного інвестування, пенсійними фондами та страховими компаніями, які, згідно із законодавством, мають право інвестувати свої активи в цінні папери, випущені іноземними емітентами (здійснювати експорт капіталу)” [159, с.57];

- внесення змін до законодавства з питань оподаткування, спрямованих на встановлення адекватного механізму оподаткування операцій з окремими фінансовими інструментами та доходами за ними, враховуючи необхідність розвитку фінансового сектора в Україні. Потрібно звільнити від оподаткування: у джерела виплати дивіденди та проценти, які сплачуються на користь інвестора; курсові різниці, які виникають внаслідок перерахунку іноземної валюти, що перебуває на рахунках інвестора, в гривню за офіційним обмінним

курсом НБУ; доходи від операцій з торгівлі ЦП та іншими фінансовими інструментами, що перебувають в інвестиційних портфелях інституційних інвесторів.

Лише комплексне вирішення проблем у сфері обігу фінансових інструментів в Україні може створити необхідні передумови для появи надійних, дохідних і ліквідних інструментів, привабливих для вкладання коштів інституційних інвесторів.

3.2. Удосконалення законодавчого регулювання фінансового інвестування

Комплексний аналіз процесу управління фінансовими інвестиціями в Україні дозволив визначити їх місце та роль у процесі функціонування РЦП. Разом з тим, мають місце певні проблеми в організації як самого ринку, так і діяльності його суб'єктів. Зазначені проблеми вимагають свого вирішення з метою посилення ролі останніх у розвитку системи РЦП, і фінансового ринку загалом.

Основними проблемами для інституційних інвесторів загалом сьогодні є:

- 1) відсутність довготермінової стратегії держави щодо розвитку цих інвесторів на фінансовому ринку;
- 2) низький рівень застосування ефективних сучасних фінансових та інформаційних технологій у процесі управління інвестиціями;
- 3) неналежний рівень інформованості населення про стан і можливості фінансового ринку і діяльність інституційних інвесторів, а також наявність високого рівня недовіри населення до будь-яких фінансових установ, що зумовлено проблемами з трастами в 1993-1995 рр.;
- 4) не для всіх інституційних інвесторів розроблені й запроваджені нормативи достатності капіталу та інші показники і вимоги до управління ризиками інвестування в окремі види фінансових інструментів;

5) інфраструктура фондового ринку, яка свого часу була зорієнтована на обслуговування приватизаційних процесів, в сучасних умовах не відповідає розвитку самого ринку;

6) права акціонерів, особливо міноритарних, недостатньо закріплені законодавчо;

7) невідповідність інформації та порядку легалізації фінансової звітності емітентів ЦП міжнародним вимогам;

8) відсутність досконалої системи контролю за РЦП, яка передбачала б недопущення здійснення угод щодо ЦП з використанням інформації інсайдерів, захищала вітчизняних учасників РЦП від недобросовісної конкуренції нерезидентів;

9) недосконала система допуску ЦП до обігу на фондовій біржі або ТІС.

Звичайно, даний перелік не є вичерпним. Існуючий сьогодні РЦП України в цілому не відповідає вимогам розвитку економіки. Він має чітко виражену спекулятивну спрямованість (переважає неорганізований ринок), незначні обсяги котирувань і лише в окремих випадках слугує механізмом залучення фінансових ресурсів до інвестування, тобто практично не виконує свою основну функцію з акумуляції заощаджень і перетворення їх в інвестиції.

Як зазначає С.Москвін [94, с.7], РЦП, як і кожний інший ринок, описується відомою формулою “продукт – інститут – процес”, або “чим торгуєш, хто торгує, як торгуємо”. Зазначимо, що з часів набуття Україною незалежності пріоритетом державної політики на РЦП був саме процес, а не продукти та інститути, до того ж, серед останніх основна увага приділялась не виробникам фінансових продуктів та їх споживачам, а інфраструктурним інститутам.

Положення спеціального законодавства, що були запозичені із законодавчих актів розвинених країн, де вони виконують адекватну функцію з ефективного нормування діяльності інституційних інвесторів, найчастіше виявляються неприйнятними для українського законодавства. Підзаконні нормативні акти ДКЦПФР, Мінфіну, Фонду держмайна, Державної податкової адміністрації України, покликані пом’якшити зазначені суперечності, в свою

чергу, не мають систематичного характеру і не досягають поставленої мети. Можна зробити висновок, що діяльність інституційних інвесторів залишається обмеженою як за видами, так і за можливими напрямками роботи.

Певні позитивні зрушення повинна дати Програма розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки [120], одним із ключових розділів якої є розділ “Політика щодо інвестора”. Однак, на жаль, це положення не згадується в Указі Президента України “Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки” [153]. Разом з тим, на нашу думку, державна політика щодо інвестора має стати пріоритетом у створенні сприятливого інвестиційного клімату в країні й побудові цивілізованого РЦП. Потрібно усвідомити, що без участі інституційних інвесторів розвиток РЦП, який є занадто зарегульованим на сьогодні, розтягнеться на багато років.

У сфері банківських інвестицій на РЦП першим значним кроком до покращення ситуації можна вважати Угоду про співпрацю між Асоціацією українських банків і Першою фондовою торговельною системою та запропоновані ними “Основні напрями вдосконалення законодавства щодо діяльності комерційних банків на фондовому ринку” [152].

У цій Угоді міститься перелік конкретних спільних дій з боку обох асоціацій. Зокрема, найбільш суттєвими є:

- 1) поновлення обігу фінансових (банківських) векселів в Україні;
- 2) запровадження законодавчого врегулювання електронного документообігу та правовідносин, що встановлюються із застосуванням електронного цифрового підпису.
- 3) законодавче визначення процедур рефінансування НБУ банків на базі іпотечних ЦП;
- 4) лібералізація доступу КБ до роботи з державними зобов’язаннями та іншими ЦП, номінованими в іноземній валюті;

На нашу думку, Угоду доцільно було б доповнити:

— для поживлення ринку корпоративних облігацій НБУ має приймати при довгостроковому рефінансуванні КБ у якості застави разом з державними зобов'язаннями і облігації підприємств;

— ДКЦПФР спільно з НБУ потрібно розробити зміни до ЗУ “Про національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів”, що дозволять КБ напрямую відкривати кореспондентські рахунки в іноземних депозитаріях;

— внести зміни у Постанову НБУ “Про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на перерахування іноземної валюти за межі країни з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України” і дозволити КБ, у випадку придбання паперів за валюту, продаж їх нерезиденту також за валюту. В середині країни єврооблігації повинні торгуватися за гривню.

— дозволити КБ купувати єврооблігації на первинному ринку у Мінфіну, причому без ліцензії НБУ;

— внести зміни до Декрету КМУ “Про систему валютного регулювання” такого змісту: якщо нерезидент продає єврооблігацію резиденту, то ця операція вважається “поверненням раніше здійсненої інвестиції” і, відповідно, не потребує ліцензування;

— на рівні КБ створити ефективну комплексну систему управління ризиками, в тому числі: процедури виявлення, моніторингу та контролю ризиків банківської діяльності, зокрема операційних, процентних та ринкових ризиків; моделі кількісної оцінки ризиків; підготовка кваліфікованих спеціалістів з ризик-менеджменту;

— ввести персоніфікацію відповідальності КБ за дії щодо власних акціонерів та щодо акціонерних товариств, де банк має частку;

— привести нормативно-правові акти, що регулюють вексельний обіг, у відповідність із ЗУ “Про обіг векселів в Україні”.

Звичайно, врахування цих пропозицій в Основних напрямках має декларативний характер, але закріплення їх у законодавчих актах повинно

сприяти суттєвому поліпшенню діяльності банківських установ на фінансовому ринку.

Що стосується інвестиційної діяльності страхових компаній, то сьогодні існує необхідність законодавчого визначення і правового статусу цих суб'єктів РЦП, порядку придбання ними ЦП інших емітентів, правових засад управління інвестиційною діяльністю страховиків тощо.

На нашу думку, інвестиційна стратегія СК на фінансовому ринку повинна ґрунтуватися, в першу чергу, на інвестиційній політиці щодо формування капіталу, яка базується на оцінці ризику, і вже потім на виробленні підходів до формування та управління портфелем інвестицій через розміщення страхових резервів.

Формуванню капіталу СК приділяється дуже багато уваги на Заході. Так, у США у 1993 р. Національна асоціація страхових комісарів запропонувала новий підхід до визначення того, чи має страховик достатній рівень скоригованого нормативного капіталу. Замість розміру активів для визначення потреби у капіталі використовують природу ризиків, під які підпадає СК. Якщо це компанія із страхування життя, то вона підпадає під такі ризики: ризик активів, страховий, процентний і бізнес-ризик, а якщо СК займається іншими видами страхування, то вона підпадає під ризик активів, кредитний ризик і ризик, пов'язаний з невиплатою очікуваних премій [157]. Тобто, методика визначення розміру вимоги враховує кожний актив і кожне зобов'язання, вказане у балансі СК, скориговане на ступінь ризику цих активів або зобов'язань.

Серед чинників, що враховуються при визначенні вимог до капіталу, пряме відношення до прийняття рішень з управління портфелем СК має ризик активу. Більше того, при визначенні пов'язаних з ризиком вимог до капіталу враховується лише кредитний ризик. У додатку X пропонуються основні вимоги до капіталу, які можуть бути впроваджені українськими СК. У даному випадку навпроти кожного класу активів вказана вага активу кожного класу, з якою вони входять у формулу для визначення вимог до капіталу. Чим вище

частка портфеля, інвестована в активи з більш високим кредитним ризиком, тим вище мають бути вимоги до капіталу.

Щодо розміщення страхових резервів, то недоліки регулювання діяльності страховиків змушують українські СК використовувати два шляхи виконання Положення “Про порядок формування, розміщення і обліку страхових резервів за видами страхування, іншим ніж страхування життя” [95]: його формальне виконання тільки на певну звітну дату, що вносить додаткові ускладнення у роботу страховиків, або фактичне виконання, при якому обмежуються інтереси страхувальників, оскільки не використовується потенціал інвестиційного приросту страхових фондів, що забезпечило б страхувальникам зниження цін на страхові послуги і збільшення страхового покриття.

Так, розміщення страхових резервів вимагає детальної розробки нормативних коефіцієнтів за напрямом розміщення. Західна практика рекомендує розраховувати спеціальний норматив відповідності (N) за такою формулою:

$$N = \frac{1}{SV} \times \sum_{i=1}^n V_{fi} N_i, \quad (3.1)$$

де: N – норматив відповідності інвестиційної діяльності страховика,
 SV – сума страхових вкладень (загальна сума страхових резервів),
 V_{fi} – фактична сума вкладень з i-тим напрямом,
 N_i – нормативний коефіцієнт за i-тим напрямом розміщення вкладень,
 i – напрям вкладення фінансових ресурсів страховика,
 n – кількість напрямів вкладення.

У Росії, наприклад, використовується аналогічний показник та існують рекомендовані нормативні коефіцієнти за i-тим напрямом розміщення страхових резервів (табл. 3.1)

При цьому розмір нормативу відповідності не може бути нижчим: за страховими резервами, сформованими за договорами страхування життя, –

0,510; за страховими резервами, сформованими за видами страхування іншим, ніж страхування життя, – 0,490.

Таблиця 3.1

Нормативи оцінки активів

Державні ЦП (Н1)	0,875
ЦП, випущені органами державної влади суб'єктів РФ та органами місцевого самоврядування (Н2)	0,500
Банківські вклади (депозити) (Н3)	0,550
ЦП (Н4)	0,600
Права власності на частку участі у статутному капіталі (Н5)	0,125
Нерухомість (Н6)	0,588
Квартири (Н7)	0,663
Валютні цінності (Н8)	0,525
Кошти резервів, що знаходяться на розрахунковому рахунку (Н9)	0,675

Рекомендована величина нормативу відповідності встановлена у розмірі: за страховими резервами, сформованими за договорами страхування життя, – 0,680; за страховими резервами, сформованими за видами страхування іншими, ніж страхування життя, – 0,640 [119].

На основі наведених розрахунків робиться висновок про відповідність інвестиційної діяльності СК вимогам нагляду. Через те, що вона певною мірою визначає платоспроможність СК у майбутньому, її результати в обов'язковому порядку регулярно вивчаються і аналізуються керівництвом, і при необхідності інвестиційний портфель переглядається.

В Україні також доцільно запровадити західний досвід в частині встановлення нормативів розміщення страхових резервів, і це має зробити Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг.

Зазначимо, що диверсифікованість страхових резервів за категоріями активів в українському Положенні є досить слушною (хоча список активів незначний), проте обмеження, що накладаються на частини цих активів, не можуть бути цілком прийнятними і виправданими.

На нашу думку, при визначенні нормативів розміщення страхових резервів у фінансові інструменти в першу чергу потрібно відокремити страхування життя від ризикових видів страхування (як це робиться на Заході). Це

пояснюється тим, що контракти із страхування життя мають цільовий характер і внески можуть бути повернені страхувальнику тільки зі збитком для нього. Тому для СК зі страхування життя ліквідність не складає гострої проблеми, на відміну від інших страховиків.

Для практичної реалізації принципів розміщення страхових резервів доцільно внести такі зміни (додаток Ц):

1) додати до переліку ліквідних фінансових інструментів, крім депозитів у банку, також ощадні сертифікати і фінансові векселі банків. При цьому встановити норматив вкладень резервів із страхування життя у ці інструменти до 30%, а технічних – до 40%;

2) з метою запобігання неплатоспроможності страховиків та захисту інтересів страхувальників зняти обмеження щодо державних ЦП. В Україні СК зобов'язані вкладати поки що тільки певний мінімум страхових резервів у зазначені інструменти. Доводиться констатувати, що вітчизняний вторинний ринок державних ЦП, де, власне, і розгортається обіг, відсутній. Це не дозволяє страховикам розміщувати кошти страхових резервів з урахуванням ліквідності.

Наприклад, у Росії страховики повинні до 70% резервів вкладати у державні й банківські ЦП, і тільки до 10% резервів СК можуть безпосередньо інвестувати у виробництво [119]. При цьому формально забезпечується принцип безпечності, а держава реалізує власний принцип – залучення “дешевих” грошей.

До речі, “багато зарубіжних експертів схиляються до доцільності подальшого збільшення питомої ваги коштів, що інвестуються у такі стабільні папери. Наприклад, у Великобританії сьогодні функціонує більше 80 видів цінних паперів, емітованих державою зі строком погашення у XXI столітті” [66, с.14];

3) додати до переліку фінансових інструментів для страховиків ЦП місцевих органів влади. До 2003 р. ДКЦПФР не мала достатніх повноважень щодо регулювання ринку цих ЦП. Сьогодні ж можна одержати чітку картину кожної позики до моменту її здійснення, чітко відслідковуються процеси

розміщення і погашення облігацій. При цьому муніципалітети повинні відкривати інвесторам всю інформацію для прийняття рішень про придбання облігацій. Тож, зважаючи на появу на ринку нових місцевих облігацій, потрібно дозволити розміщувати страхові резерви на рівні 20% (те саме стосується ІСІ та НПФ);

4) так само, як і для інших інституційних інвесторів, поширити обмеження на вкладення страхових резервів в ЦП одного емітента нормою 5% (крім ЦП, погашення та отримання доходу за якими гарантовано КМУ);

5) встановити обмеження для розміщення активів СК не за критерієм допуску до торгів на фондовій біржі, а за критерієм реальної дохідності й надійності ЦП емітента.

Зазначимо, що згідно із ЗУ “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [36] до діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку належить надання послуг, які безпосередньо сприяють укладанню угод на біржовому та позабіржовому РЦП. Звичайно, доцільно розмежувати вимоги до ЦП, що котируються і не котируються, через те, що це є засобом оцінки ризику, ліквідності та якості ЦП. Однак в Україні вкладення коштів у ЦП, які котируються, не відповідають жодному принципу розміщення. Внаслідок обмеженості РЦП як за кількістю запропонованих до продажу ЦП, так і за кількістю учасників, повернення, ліквідність та дохідність розміщених страхових резервів на практиці залежать від бажання окремих гравців ринку.

З урахуванням зазначених особливостей РЦП України і специфіки страхування життя та ризикових видів страхування, потрібно дозволити приймати для представлення резервів із страхування життя в акції в обсягах не більше 15% від наявних резервів, а технічних, – 10%, в тому числі: акції, які котируються на організаторі торгів, із них акцій одного емітента, що має чистий прибуток протягом трьох останніх років, не більше 2%; акції, які не котируються на організаторі торгів, – не більше 5%, із них акцій одного емітента не більше 1%.

Встановлені нормативи в результаті повинні сприяти розвитку корпоративного сектору, а через це, і збільшенню страхового портфелю, обсягів страхових премій і страхових резервів;

б) зняти існуючі обмеження щодо облігацій підприємств, а саме:

а) представляти наявні резерви із страхування життя цими ЦП, але не більше 30% від обсягу наявних резервів, в тому числі: облігаціями, за якими на організаторі торгів одночасно існують заявки на купівлю-продаж, із них облігаціями одного емітента не більше 15%; облігаціями, які не котируються на організаторі торгів, – не більше 5%, із них облігаціями одного емітента не більше 2%;

б) представляти наявні технічні резерви облігаціями підприємств, але не більше 20% від обсягу наявних технічних резервів, в тому числі: облігаціями, за якими на організаторі торгів одночасно існують заявки на купівлю-продаж, із них облігаціями одного емітента не більше 10%; облігаціями, які не котируються на організаторі торгів, – не більше 2%.

Порівняно з акціями, облігації підприємств є більш привабливим інструментом для вкладання коштів страховиками, оскільки вони відрізняються досить жорсткою процедурою емісії, а також мають більшу дохідність і безпечність. Сьогодні їх обсяг обмежений 2% одного емітента. Через це можливості СК з кредитування народного господарства значно обмежуються і, звичайно, розвиток цих інструментів буде стримуватися;

7) ввести норматив на вкладення резервів із страхування життя у ЦП відкритих пайових ІСІ на рівні 20%, а технічних, – 10%.

Дозвіл вкладення в ці інструменти може дати поштовх розвитку в Україні нового виду страхування життя, що визначений англійським терміном – unit-linked life insurance (фондове страхування). Його сутність полягає у тому, що кожна страхова премія, яка вноситься страхувальником, ділиться на дві частини: одна частина використовується для формування фонду страхового покриття, а інша йде на придбання паїв ІСІ. Таким чином, дрібний інвестор має можливість

одержати дохід від інвестицій, не приймаючи на себе великих фінансових ризиків.

Зазначимо, що саме поняття “фондове страхування” є новим і мало поширеним навіть серед спеціалістів. Однак західні компанії, які обрали своєю стратегією спеціалізацію на фондовому страхуванні життя, досягли значних успіхів у дуже короткі строки. Наприклад, “шведська фінансово-страхова група “Skandia”, що має досвід класичного (здебільшого майнового) страхування, ...прийняла рішення зробити фондове страхування своїм виключним видом діяльності. В результаті активи компанії за 6 років збільшилися більш ніж у 12 разів і досягли розміру в 130 млрд дол.” [177, с.3]

Поки що в Україні дозволу на вкладання страхових резервів у пайові фонди немає, в Росії ж вони існують на рівні 5% (пропозиції щодо впровадження нового виду страхування життя в РФ існують, однак норматив залишається низьким). Тож вивчення західного досвіду у сфері фондового страхування, його адаптація до українського законодавства і практичне впровадження цього виду страхування вважаються нами перспективними;

8) дозволити вкладати страхові резерви в іпотечні ЦП і встановити норматив цих вкладень на рівні 10%.

Західні експерти песимістично вважають, що в Україні за рівнем фінансових ризиків ці інструменти не видаються більш надійними, ніж, наприклад, державні ЦП. До того ж, існує проблема ліквідності об'єктів нерухомості. Водночас статистика вкладень активів в іпотечні ЦП окремими інституційними інвесторами в країнах з розвиненим ринком іпотечних боргових зобов'язань свідчить про високу популярність цих інструментів у СК, НПФ та ІСІ (табл. 3.2). До останнього часу вони не використовувались в українській практиці, однак з появою відповідного законодавства вони отримають випереджуючий розвиток;

9) дозволити страховикам інвестувати в ЦП іноземних емітентів, оскільки за нинішніх темпів розвитку український РЦП не зможе повністю поглинути

накопичені СК страхові резерви. При цьому потрібно для всіх інституційних інвесторів встановити однакові нормативи (ідентичні НПФ);

Таблиця 3.2

Утримування непогашених іпотечних облігацій інвестиційними групами ¹

Інвестиційна група	Данія 1999 р.	Німеччина 1998 р.	Швеція 1999 р.	Норвегія 1998 р.
Пенсійні фонди і страхові компанії	34%	23% (iii)	43% (iv)	34%
Взаємні фонди	–	18%	–	5%
Кредитні інститути	27%	26%	19%	37%
Домогосподарства	9%	16%	5%	2%
Іноземні інвестори	9%	22%	6%	4%
Інші	21% (i)	2%	vi	19% (ii)

¹ Джерело: [158, с.47]

(i) – представлено публічним сектором (12%), іншими торгівцями (7%), нерозкриті пакети (2%); (ii) – представлено корпоративним сектором (2%), державним сектором (8%) і іншими утримувачами; (iii) – лише страхові компанії; (iv) – пенсійні фонди (20%) і страхові компанії (23%); (vi) – в основному нефінансові компанії.

10) ввести ще один принцип розміщення страхових резервів – принцип контролю за інвестиціями, тобто страховик повинен мати змогу здійснювати контроль за розміщеними резервами шляхом участі у радах директорів підприємств-емітентів, регулярно одержувати інформацію про прийняті управлінські рішення, поточний фінансовий стан тощо. Сьогодні ж у нього немає ні можливого вибору, ні способів впливу на ефективність своїх вкладень.

Принцип контролю над інвестиціями є особливо актуальним в умовах економіки, що розвивається, і відсутності “прозорого” РЦП. Держава ставить за мету підтримку платоспроможності страховиків перед своїми клієнтами і зовсім не звертає увагу на права самих СК як інвесторів. Тому у більшості випадків вони поки що функціонують на РЦП як емітенти, а не інституційні інвестори.

У системі спільного інвестування існують свої неузгодження і необґрунтовані норми, які викликають багато запитань та протиріч. ЗУ “Про інститути спільного інвестування (пайові і корпоративні інвестиційні фонди)” [39] містить велику кількість обмежень щодо їх інвестиційної діяльності, причому ці обмеження не враховують реальної ситуації на РЦП України.

Закон висуває вимоги щодо складу та структури активів ІСІ тільки за критерієм диверсифікації активів і таким чином поділяє ІСІ на диверсифіковані і недиверсифіковані ІСІ (додаток В, табл. В.2). На нашу думку, крім того, необхідно зважати на порядок здійснення діяльності ІСІ і ввести до Закону і нормативних актів ДКЦПФР склад та структуру активів відкритого, інтервального і закритого ІСІ, оскільки у них різні вимоги до ліквідності (визначається переважно виходячи з очікуваного річного плану введення/виведення активів з фонду і нормативу розміщення активів).

Специфіка діяльності відкритого (взаємного) фонду полягає в тому, що він обіцяє інвесторам викупити свої ЦП за першою вимогою. Тому на Заході вони інвестують тільки в активи, що найбільш активно обертаються на ринку, такі, як акції та облігації, які можуть бути швидко продані, якщо виникає необхідність в отриманні готівки для задоволення вимог про погашення ЦП фонду. На відміну від них, закриті ІСІ “...досі популярні для інвестування в менш ліквідні активи, такі, як акції на зарубіжних ринках з обмеженнями у біржовій торгівлі, акції підприємств венчурного характеру, які не можуть бути вільно продані, або облігації (муніципальні, іноземні, високодохідні й неліквідні емісії корпоративних емісій), що не можуть бути продані швидко і легко без того, щоб це не потягло за собою високих трансакційних витрат” [51, с.616].

Керуючись зазначеними обставинами, у додатку Ц наведені запропоновані нами склад та структура активів диверсифікованого відкритого, інтервального і закритого ІСІ.

Зважаючи на діяльність емітента на українському РЦП, ми пропонуємо у вимогах до диверсифікованого ІСІ (ст.4 Закону) вказати, що не менш 80 відсотків загальної вартості активів такого фонду мають складати грошові кошти, ощадні сертифікати, облігації підприємств, іпотечні облігації та облігації місцевих позик, державні ЦП, а також ЦП підприємств, що мають чистий прибуток протягом трьох останніх років. Аналогічно визначення венчурного фонду потрібно дати у такій редакції: “У разі, якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює винятково приватне розміщення ЦП власного випуску

та активи якого більш ніж на 50 відсотків складаються з корпоративних прав та ЦП емітентів, що не мають чистого прибутку протягом останніх трьох років, він вважається венчурним фондом”.

Заборона інвестувати більш як 30% активів у банківські інструменти унеможливорює створення в Україні високоліквідних і привабливих для інвесторів відкритих фондів грошового ринку. Тож необхідно встановити для відкритого ІСІ норматив цих вкладень у розмірі 40% (для інтервального і закритого ІСІ – 30%). При цьому частка векселів та ощадних сертифікатів не повинна перевищувати 10%.

Ст.30 Закону забороняє КУА під час проведення нею діяльності з управління активами ІСІ придбавати векселі і похідні ЦП. Однак ці операції здійснюються КУА за рахунок власних коштів, і оскільки роль цих компаній в Україні виконують інвестиційні компанії і торговці ЦП, операції з векселями – значна частина їх доходів. Щодо похідних фінансових інструментів, то, здійснюючи аналіз міжнародного досвіду регулювання діяльності ІСІ, ми дійшли висновку, що така заборона на вкладання коштів цими інститутами є нетиповою. Наприклад, у Польщі інвестиційним фондам дозволено без обмежень вкладати гроші у зазначені інструменти з метою хеджування ризиків, пов’язаних з їх інвестиційною діяльністю. Тому цілком прийнятним в Україні є встановлення нормативу таких вкладень на рівні 5%.

Привабливим інструментом для ІСІ є державні ЦП. Сьогодні вкладання в ці інструменти обмежені 25% і не менше трьома їх видами. Ми вважаємо, що на придбання облігацій з терміном обігу до одного року обмежень не має бути, а для облігацій з терміном більше року ми пропонуємо для відкритого фонду залишити норматив вкладень на рівні 25%, для інтервального і закритого – 30%.

Державними ЦП в Україні відповідно до Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) [125] є ОВДП, ОЗДП, облігації місцевих позик і казначейські зобов’язання. І якщо сьогодні фонд не може включити у портфель облігації місцевих позик, то залишається всього три види

державних ЦП, в які може вкласти свої активи ІСІ. Якщо на РЦП виникне ситуація, коли одного з цих інструментів не буде, то КУА не зможе придбати у портфель диверсифікованого фонду державні ЦП інших видів. Отже, диверсифікація активів ІСІ за видами державних ЦП має бути знята.

Потребує збільшення нормативу вкладень для всіх ІСІ в ЦП органів місцевого самоврядування з 10% до 20% (як показує американський досвід, якщо на ринку державних ЦП чільне місце займають НПФ, СК і зарубіжні інвестори, то на ринку муніципальних облігацій перше місце займають взаємні фонди. Причина полягає в тому, що останні пропонують місцевим інвесторам дохід, який не оподатковується ні штатами, ні державою), а в облігації підприємств для відкритих ІСІ встановити норматив 20%, для інтервальних – 25%, для закритих – 30% з метою появи в Україні облігаційних фондів, які пропонують зручніші і надійніші варіанти вкладень коштів, у порівнянні з придбанням індивідуальних інструментів – чи то акцій, чи то облігацій.

Щодо акцій, то заборона інвестувати більш як 40% своїх активів в акції українських емітентів є неприйнятною з точки зору запропонованої нами структури і складу активів ІСІ, коли враховується реалізація такої інвестиційної цілі, як ліквідність. Тому ми пропонуємо у вимогах до відкритого ІСІ встановити норматив вкладень у ці інструменти на рівні 20%, а для інтервального і закритого – 30%.

На нашу думку, перелік активів, у які дозволено інвестувати кошти ІСІ необхідно доповнити таким видом ЦП, як іпотечні ЦП. При цьому через специфіку діяльності різних ІСІ можна встановити норматив для відкритого ІСІ на рівні не більше 10% вартості активів ІСІ, для інтервального – не більше 15%, для закритого ІСІ – не більше 30% (додаток Ц).

Отже, необхідно переглянути положення Закону з точки зору усіляких обмежень для КУА, а також корпоративних та пайових інвестиційних фондів, оскільки ці обмеження роблять ІСІ практично нежиттєздатними в умовах вітчизняного фінансового ринку.

Щодо обмежень інвестиційної діяльності з пенсійними коштами НПФ, то протягом п'яти найближчих років вони потребують додаткового обґрунтування. Оскільки практичну діяльність НПФ започатковано у 2004 р., то ця проблема стає ще більш актуальною.

По-перше, нормативи інвестування пенсійних коштів, встановлені в обсязі 40% загальної вартості пенсійних активів у банківську систему в цілому і 10% – у зобов'язання одного КБ, є неприйнятними з погляду диверсифікації вкладень і безпечності інвестування. Тому доцільніше було б залишити його на рівні 30%, як це було в попередньому законопроекті [121]. До того ж, досвід США показує, що грошові інструменти у розподілі активів 1000 великих американських пенсійних фондів у 1991 р. не перевищували 10% загальної вартості пенсійних активів [190, с.30].

По-друге, “мінімізація ризиків пенсійних фондів, пов'язаних з інвестуванням пенсійних коштів у державні боргові цінні папери, вимагає на додаток до встановленого загального нормативу, що обмежує інвестиції в державні боргові зобов'язання, встановлення також внутрішньої диверсифікації таких інвестувань між окремими видами державних боргових зобов'язань (не менше трьох). Тому видається необхідним запровадити додатковий норматив інвестування пенсійних коштів в один вид боргових цінних паперів у межах загального нормативу, а саме: не більше, як 50% загальної вартості пенсійних активів, при цьому не більше, як 20% у цінні папери одного виду” [159, с.61-62].

По-третє, норматив інвестування коштів НПФ в облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України, в обсязі 40% не відповідає сучасному стану ринку корпоративних боргових зобов'язань. Тому необхідно обмежити обсяги дозволених інвестувань пенсійних активів НПФ у корпоративні облігації вітчизняних підприємств нормативом 30% загальної вартості пенсійних активів.

По-четверте, норматив дозволених інвестувань пенсійних активів в ЦП іноземних емітентів потрібно залишити на рівні 20%. При цьому слід врахувати пропозицію А.Федоренка, Д.Леонова і Н.Ковальнової [159, с.62], які пропонують такі застереження: а) інвестування в ЦП, гарантовані урядами іноземних

держав, – не більше 10% в ЦП однієї іноземної держави; б) інвестування в акції та облігації іноземних емітентів – не більше 10%, при цьому в ЦП одного емітента – не більше 5% (додаток Ц).

По-п'яте, необхідно дозволити НПФ купувати паї ПФ і обмежити їх нормативом у 10%. Усі ці інститути побудовані на принципах колективного інвестування, тож одним із способів розміщення пенсійних активів можна вважати розміщення саме через ПФ. Для НПФ придбання паю є доцільним, коли, а) управляючий пенсійними активами розмістить всі інші активи у такий спосіб, щоб з урахуванням паю ця структура відповідала інвестиційним цілям фонду; б) купується пай ПФ, що декларує вузькі інвестиційні цілі. В Україні поки що про це мова не йде. Відповідно до ЗУ “Про недержавне пенсійне забезпечення” [41] НПФ не має права купувати ЦП, емітентами яких є ІСІ, що, на нашу думку, недостатньо обґрунтовано.

Узагальнюючи все вищевикладене, з метою активізації фінансового інвестування в Україні, необхідно:

- здійснити заходи з формування громадської думки шляхом впливу на відповідні цільові аудиторії щодо позитивного сприйняття діяльності кожної групи інституційних інвесторів;

- максимально врахувати західний досвід щодо гарантування інтересів індивідуальних інвесторів;

- забезпечити інформаційну прозорість РЦП, удосконалити систему розкриття інформації з метою отримання надійної інформації про об'єкти інвестування;

- передбачити “в межах чинного законодавства механізми захисту прав інвесторів під час здійснення санації, банкрутства, реорганізації або ліквідації емітентів;

- привести українське законодавство щодо інвестиційної діяльності у відповідність до законодавства країн ЄС” [120];

- заборонити схемам колективного інвестування (диверсифікованим ІСІ, а також НПФ) інвестувати кошти в акції і корпоративні боргові ЦП, які знаходяться в процесі первинного розміщення;

- заборонити вкладати кошти на неорганізованих фінансових ринках і у фінансові інструменти, які не відповідають встановленим вимогам щодо рівня фінансового ризику;

- надати право інвестору при складанні плану розміщення своїх активів відносити об'єкти вкладень до груп ризику, встановивши при цьому граничні рівні ризиків інвестування для кожного виду фінансових інструментів;

- уточнити умови допуску ЦП до обігу на організованих ринках.

В українському законодавстві щодо інвестування існує проблема неузгодженості окремих законодавчих актів. Починаючи з ЗУ “Про інвестиційну діяльність”, близько 80 законодавчих і нормативних актів містять неузгоджені, а подекуди взаємовиключні положення. Тож функціонування фінансового ринку та діяльність інвестиційних інститутів на ньому потребує значною мірою законодавчого врегулювання, як важливий напрям розвитку української економіки.

3.3. Схема розміщення активів інституційних інвесторів

Портфельні теорії зробили переворот у світі фінансового менеджменту, оскільки дозволили кількісно оцінювати дохідність і ризик інвестицій. Вони доводять, що при управлінні інвестиційним портфелем потрібно особливу увагу приділяти ризику всього портфеля, а не окремих активів. Підбираючи відповідну комбінацію активів, менеджер може забезпечити дохідність портфеля, яку можна порівняти з дохідністю активів, що входять до його складу, і досягти істотного зниження ризику.

Підтвердженням важливості цих теорій стало присудження у 1990 році Нобелівської премії у галузі економіки американським професорам

Г.Марковіцу [184, 185] за розвиток теорії портфеля і В.Шарпу [198] за внесок у теорію ринку капіталів.

У формуванні портфеля активів, як основи інвестиційної стратегії, нічого нового немає. Більшість великих інституційних і багатих індивідуальних інвесторів завжди володіли акціями не однієї якоїсь компанії, а багатьох; їх портфелі могли нараховувати десятки, сотні й навіть тисячі різних ЦП. Однак в принципах формування інвестиційного портфеля портфельна теорія зробила значні кроки. Якщо за традиційного підходу формування портфеля мало несистематичний характер, то сучасний підхід ставить задачу вибору оптимального, тобто найкращого за тим або іншим критерієм, портфеля.

Формуючи портфель, інвестиційний менеджер не може точно визначити майбутню динаміку його дохідності та ризику. Тому свій інвестиційний вибір він будує на їх очікуваних значеннях. Ці величини оцінюються, в першу чергу, на основі статистичних звітів за попередні проміжки часу.

Портфель, який формує інвестор, складається з декількох активів, кожен з яких має свою очікувану дохідність. Очікувана дохідність портфеля $E(r_p)$ визначається як середньозважена очікувана дохідність активів, які входять до його складу, а саме:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n E(r_i) W_i, \quad (3.2)$$

де: $E(r_i)$ – очікувана дохідність i -того активу; W_i – питома вага у портфелі i -того активу; N – кількість активів у портфелі.

Коли інвестор купує актив, він орієнтується не тільки на значення його очікуваної дохідності, але й на рівень ризику, який полягає у тому, що можна отримати результат, який відрізняється від очікуваної дохідності. На практиці в якості ступеня ризику використовують показники дисперсії і стандартного відхилення. Вони показують, в якій мірі і з якою імовірністю фактична дохідність активу може відрізнятись від величини його очікуваної, тобто

середньої, дохідності. Ці параметри враховують відхилення як у бік збільшення, так і зменшення дохідності порівняно з очікуваним значенням.

Дисперсія визначається відхиленням можливих норм дохідності таким чином:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n - 1}, \quad (3.3)$$

де: σ^2 – дисперсія дохідності активу; n – кількість періодів спостереження; $\bar{r}$ – середня дохідність активу, яка визначається як середня арифметична дохідностей активів за періоди спостереження, а саме:

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n \frac{r_i}{n}, \quad (3.4)$$

де: r_i – дохідність активу в i -тому періоді.

Стандартне відхилення визначається як квадратний корінь з дисперсії.

Для визначення ступеня взаємозв'язку і напрямку зміни дохідностей використовують показник коваріації, який показує, до якого ступеня дві змінні разом змінюються у часі.

Статистичною мірою, близькою до коваріації, є кореляція. Позитивна кореляція означає, що норми дохідності двох інвестицій мають тенденцію змінюватись в одному напрямі за певний час. Від'ємна кореляція показує, що норми дохідності двох інвестицій мають тенденцію змінюватись у різних напрямках за певний період часу. Кореляція між дохідностями двох фінансових інструментів у портфелі може змінюватися від -1 до $+1$. На рис. 3.1 всі можливі комбінації портфелів, які складаються з двох активів з кореляцією -1 , розташовуються на прямих АС і СВ. Усі комбінації портфелів для кореляції $+1$ – на прямій АВ. Комбінації портфелів для інших значень кореляції дохідності розміщуються всередині трикутника АВС. Таким чином, простір трикутника АВС представляє собою всі можливі сполучення ризику і дохідності портфелів, які складаються з двох активів, у межах кореляції їх дохідності від -1 до $+1$.

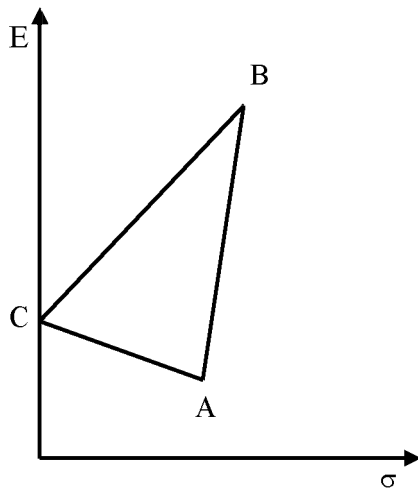


Рис. 3.1. Варіанти портфелів з двох активів, кореляція дохідності яких змінюється від -1 до +1

Для того, щоб краще уявити ідею та ефект диверсифікації портфеля за різної кореляції дохідностей активів, був розглянутий портфель, що складається з двох активів. З цього можна зробити такі загальні висновки:

1. Якщо портфель об'єднує активи з кореляцією +1, то досягається тільки усереднення, а не зменшення ризику.

2. Якщо портфель об'єднує активи з кореляцією менше +1, то ризик зменшується.

Зменшення ризику досягається зі збереженням незмінного значення очікуваної дохідності.

3. Із зменшенням кореляції дохідності активів зменшується ризик портфеля.

4. Якщо у портфель об'єднуються активи з кореляцією -1, то можна сформуванати портфель без ризику.

5. У формуванні портфеля необхідно намагатися об'єднувати у нього активи з найменшою кореляцією.

Ці висновки вірні і для портфеля, який об'єднує велику кількість активів.

Ризик портфеля, який складається з декількох активів, розраховується за формулою

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \text{Cov}_{i,j}, \quad (3.5)$$

де: σ_p^2 – ризик портфеля; W_i – питома вага і-того активу в портфелі; W_j – питома вага j-го активу в портфелі; $\text{Cov}_{i,j}$ – коваріація дохідності і-того та j-го активів.

Відношення інвестора до очікуваної дохідності й ризику можна подати у вигляді графіка кривої байдужості, де на осі абсцис відкладається ступінь

ризик (σ_p), а на осі ординат – розмір винагороди, мірою якого є очікувана дохідність.

Однак потрібно визнати, що побудова кривих байдужості значно звужує можливе поле формування інвестиційного портфеля і не дає можливості обрати найбільш ефективний його варіант, оскільки існує множина таких варіантів, що відповідають цілям конкретного інвестора. Наблизитися до вирішення цієї задачі дозволяє сформульована Г.Марковіцем “теорема про ефективну множину”, яка фіксує модель поведінки інвестора в процесі формування портфеля таким чином: “Інвестор обирає свій оптимальний варіант портфеля з їх множини, кожний з яких:

- 1) забезпечує максимальне значення рівня очікуваної дохідності за будь-якого певного рівня ризику;
- 2) забезпечує мінімальне значення рівня ризику за будь-якого певного рівня дохідності” [184, 185].

Сукупність варіантів портфелів, які забезпечують досягнення заданих показників, характеризується термінами “ефективна множина” або “границя ефективності портфелів”.

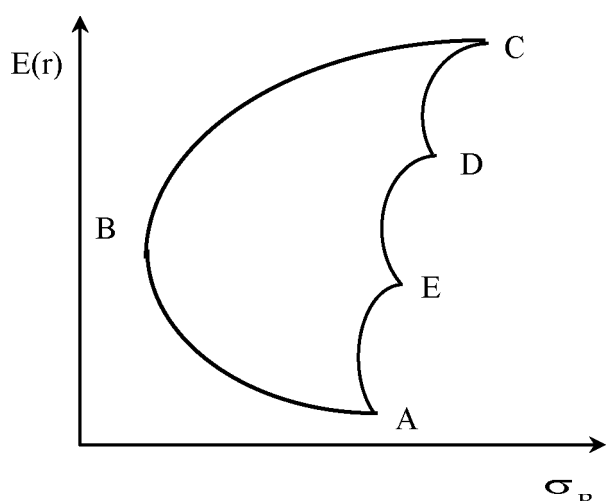


Рис. 3.2. Ефективна множина портфелів

Якщо об'єднати у портфель деяку кількість активів, кореляція дохідності яких знаходиться в діапазоні від -1 до +1, то в залежності від їх питомої ваги, можна побудувати множину портфелів з різними параметрами ризику і дохідності, які розташовані у рамках фігури ABCDE, як показано на рис. 3.2.

Рациональний інвестор буде намагатися мінімізувати свій ризик і збільшити свою дохідність. Тому всім можливим портфелям, які представлені на рис. 3.2, він віддасть перевагу тільки тим з них, які розташовані на відрізку BC, оскільки вони є домінуючими відносно портфелів з тим самим рівнем

ризикі або з такою самою дохідністю. Набір портфельів на відрізку ВС називають ефективною множиною. Ефективна множина портфельів – це множина, яка складається з домінуючих портфельів. Множину портфельів на відрізку ВС називають границею ефективності портфельів.

Щоб визначити границю ефективності портфельів, необхідно розрахувати питому вагу активів, які входять до складу портфеля, за яких мінімізується значення стандартного відхилення для кожного рівня дохідності, тобто

$$\min \sigma_p^2 = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \text{Cov}_{i,j}}, \quad (3.6)$$

за умови, що

$$\sum_{i=1}^n W_i r_i = E(r) \quad \text{і} \quad \sum_{i=1}^n W_i = 1. \quad (3.7)$$

Інвестор може реально оцінити ефективність портфеля за допомогою математичного методу, відомого як квадратичне програмування, коли він може обчислити очікувані дохідності, стандартні відхилення і коваріації для визначення ефективної множини.

Подальший розвиток портфельної теорії отримала в 60-і рр. XX ст. у роботах [98, 183, 187, 192, 194, 198, 201, 202]. Так, В.Шарпом [198], Дж.Лінтнером [183], Я.Моссіном [187] і Дж.Трейнором [202] була розроблена модель оцінки капітальних активів – Capital Asset Pricing Model (CAPM), яка пов'язала систематичний ризик і дохідність портфеля.

CAPM виходить із таких постулатів:

- 1) приймаючи рішення, інвестор враховує лише два фактори: очікувану дохідність і ризик (варіацію дохідності);
- 2) інвестори діють раціонально і уникають ризику, зокрема вони завжди обирають ефективні портфелі;
- 3) всі інвестори мають один і той самий інвестиційний горизонт;
- 4) оцінки інвесторами основних параметрів активів (тобто очікуваної дохідності, ризику, коваріації) співпадають;

5) існують безризикові активи, при цьому інвестор може позичати і брати у борг під безризикову ставку будь-яку суму грошей;

6) ринок капіталів вважається конкурентним;

7) податки не беруться до уваги;

Графічне відображення CAPM має назву лінії ринку капіталу (Capital Market Line – CML). CML показує співвідношення ризику й дохідності для ефективних портфелів і вплив на дохідність активу лише одного фактору – поведінки РЦП в цілому. Однак вона нічого не говорить про те, як будуть оцінюватися неефективні портфелі або окремі активи. На це питання відповідає лінія ринку активу (Security Market Line – SML), яка є головним підсумком CAPM. SML свідчить, що в стані рівноваги очікувана дохідність активу дорівнює ставці без ризику плюс винагорода за ринковий ризик, який

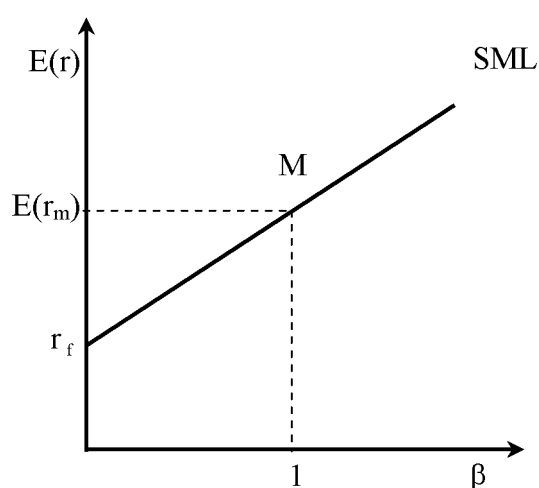


Рис. 3.3. Лінія ринку активу

вимірюється величиною бета. Бета є систематичним ризиком, і його не можна подолати за допомогою диверсифікації. SML зображена на рис. 3.3. Вона представляє собою пряму лінію, яка проходить через дві точки, координати яких r_f ; 0 і $E(r_m)$; 1. M – це ринковий портфель. Таким чином, знаючи ставку без ризику й очікувану дохідність ринкового портфеля, можна побудувати SML.

Ринковий портфель – це портфель, що складається з усіх ЦП, у якому питома вага кожного відповідає його відносній ринковій вартості. Відносна ринкова вартість активу дорівнює його сукупній ринковій вартості, поділеній на суму сукупних ринкових вартостей усіх активів.

У стані рівноваги ринку очікувана дохідність кожного активу і портфеля, незалежно від того, ефективний він чи ні, повинна розміщуватися на SML.

Слід ще раз підкреслити, що якщо на CML знаходяться тільки ефективні

портфелі, то на SML розташовуються як широко диверсифіковані, так і неефективні портфелі і окремі активи.

Очікувану дохідність активу (портфеля) визначають за допомогою рівняння SML.

$$E(r_p) = r_f + \beta_p [E(r_m) - r_f], \quad (3.8)$$

де: r_f – актив без ризику; β_p – ризик портфеля, для якого визначається рівень очікуваної дохідності; $E(r_m)$ – очікувана дохідність ринкового портфеля.

Взагалі, проведений нами аналіз наукових джерел з питань формування портфеля показав, що модель CAPM не вважається ідеальною і неодноразово підлягала критиці у сотнях наукових статей. Зокрема Р.Ролл зазначає, що “не слід шукати залежність між бетою і очікуваною дохідністю. CAPM вимагає, щоб ринковий портфель (індекс) був ефективним за Марковіцем (тобто мав мінімальний ризик при заданій дохідності), тоді вказаний зв’язок між бетою і дохідністю доводиться математично. Проблема полягає в тому, що для тестування самої CAPM ефективний ринковий індекс не знайдений. Ринковий індекс повинен, в принципі, містити у собі всі активи світу, а це навряд чи можливо” [194]. Спроба створити індекс, який включав би всі акції, що обертаються на Нью-Йоркській, Американській біржах і дилерській мережі NASDAQ була зроблена між 1963 і 1990 р., однак вона не мала успіху. Ще одним прикладом є те, що “...індекс Доу-Джонса протягом 1991-1994 рр. зростав зі середньорічними темпами 6,7% при відхиленні цього показника від 2,1% у 1994 р. до 13,7% у 1993 р. Спроба виявити рівень очікуваної дохідності, і, відповідно, ризику на 1995 р., виходячи з цих даних, дала б далекі від реальності прогнози, оскільки фактичне зростання цього індексу в 1995 р. склало 33,5%” [28, с.43].

Таким чином, більшість передумов CAPM мають суто теоретичний характер і не знаходять виразу на практиці. Наведемо найбільш типові погляди на цю модель, зроблені Е.Брігхемом і Л.Гапенські [178, с.95-96]:

1. Концепція CAPM є досить корисною і має фундаментальне значення у концептуальному плані. Модель логічно відображає поведінку інвестора, який прагне максимізувати свій дохід при заданому рівні ризику і доступних даних.

2. Теоретично CAPM дає однозначне і добре інтерпретоване уявлення про взаємозв'язки між ризиком і очікуваною дохідністю, однак вона припускає, що для побудови зв'язку повинні використовуватися апіорні очікувані значення змінних, тоді як у розпорядженні аналітика є лише апостеріорні фактичні значення. Тоді оцінки дохідності, знайдені за допомогою моделі потенційно містять помилки.

Припущення про існування безризикового активу аналізував С.Росс [195], який з'ясував, що за відсутності безризикового активу CAPM не працює. Однак, незважаючи на конкретні недоліки теорії, більшість науковців використовує бету і CAPM через те, що це є найбільш простою теорією, яка дає співвідношення між очікуваною дохідністю і ризиком, а не тому що вона вірна.

На нашу думку, ключова проблема описаних вище теорії портфеля Г.Марковіца і моделі CAPM, що визначають ризик і його математичний вираз на основі варіації (дисперсії), полягає у не зовсім вірному базисі для визначення рівнів цього ризику. Оскільки під ризиком розуміється відхилення від очікуваної дохідності, що розраховується за певний стандартний період (зазвичай, рік), то і його рівень прив'язується до умовного строку (того самого року). Однак ризик притаманний будь-якій відкритій на фондовому ринку позиції постійно і не залежить від таких умовних і випадкових величин, як річна циклічність вкладень і розрахунки дохідності. Цей аргумент проілюстрований російським вченим-економістом В.Ю.Додоновим [28], який розглядає гіпотетичний приклад поведінки деякого умовного активу А, графік якого представлений на рис. 3.4.

Припустимо, що дохідність цього умовного активу протягом п'яти років складала 0%, тобто на кінець кожного року курс активу був однаковий.

Застосування підходів з визначення рівня ризику на основі відхилення дохідності дозволяє класифікувати актив А за підсумками його п'ятирічної

поведінки як безризиковий, оскільки кожний рік він демонстрував той самий рівень дохідності (тобто не було відхилень від цього рівня, і, відповідно, рівень ризику наближається до нуля). Однак графік динаміки активу А показує, що великим був ризик втрат на великих стрибках котирувань цього активу в межах кожного року і наскільки слабкою в методичному плані є прив'язка рівня ризику до якогось часового інтервалу – наприклад, до року. В якості ще однієї ілюстрації проблематичності використання підходів до оцінки ризику на основі варіації на рис 3.4 наведена динаміка іншого умовного активу – В. Хоча щорічні коливання цього активу порівняно з активом А невеликі, а його зростання за декілька років істотне, відповідно до підходів, заснованих на варіації, ризик цього активу буде вважатися більш високим, оскільки в різні роки в активу В була різна дохідність і, таким чином, у нього набагато більша варіація, через яку виражається рівень ризику.

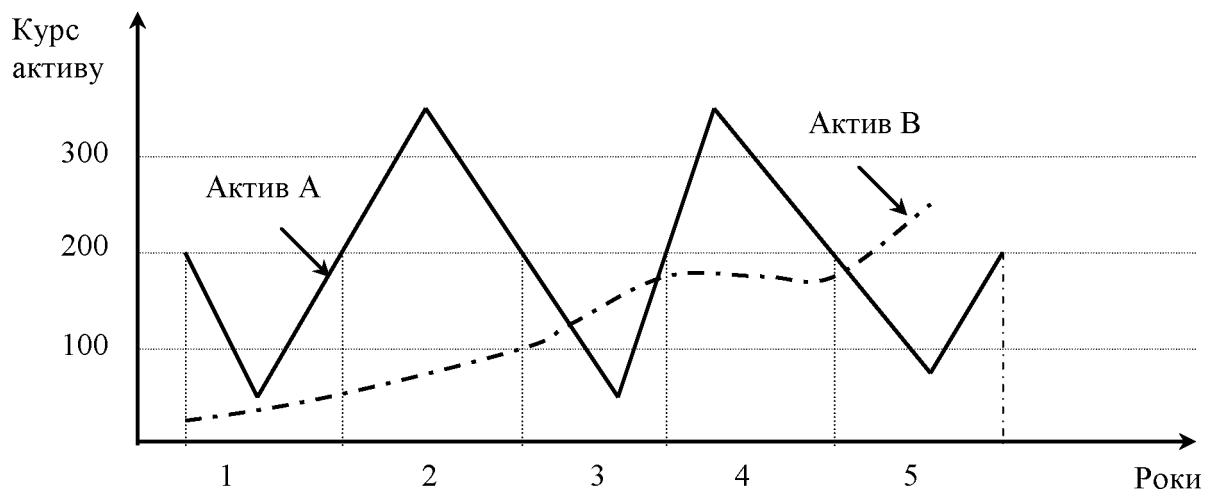


Рис. 3.4. Гіпотетична динаміка котирувань умовних активів

Таким чином, графіки достатньо показово демонструють невиправданість застосування підходів, заснованих на варіації, що розраховується з прив'язкою до будь-яких періодів. Додатковим аргументом проти таких підходів можуть бути також деякі можливі особливості поведінки активів, що не вписуються у річну періодичність. Так, якщо протягом двох років актив постійно знижувався у ціні і в результаті впав у вартості, наприклад на 50%, при зниженні в першому році на 20% і в другому – на 30%, то саме ці величини (20% і 30%) будуть

базисом розрахунку рівня ризику. Стає очевидним, що інвестор за два роки втратить всі 50% і оцінка рівня ризику для майбутніх інвестицій у нього має будуватися, виходячи з цих величин.

Підводячи підсумок розгляду підходів до оцінки інвестиційного ризику на основі варіації очікуваної дохідності, не можна не зазначити і той факт, що їх застосування в умовах ринків, що розвиваються, дасть вкрай неточні результати в більшості випадків, що пояснюється особливістю цих ринків. Зокрема, більшість українських інструментів мають нетривалу “історією котирувань”. Тобто, це не дає повної і об’єктивної картини для історичного аналізу дохідності. Недооцінка більшості з таких активів, низька капіталізація емітентів, вплив на ринок багатьох чинників призводить до нерівномірної динаміки котирувань. Усі ці обставини змушують шукати інші методи оцінки ризику.

В Україні сьогодні існує велика кількість публікацій з питань управління фінансовими інвестиціями, і зокрема ризиками [21, 65, 66, 73, 84, 99]. При цьому кожний з авторів має свої підходи до формування портфеля, а також до визначення його дохідності й ризику. Здебільшого ж під ризиком розуміється стандартне відхилення вартості портфеля. На нашу думку, інвестор має надавати перевагу отриманню інформації про ризик у вигляді величини реальних грошових втрат. Одним із таких методів вимірювання ризику є VaR (Value-at-Risk), який є величиною таких втрат, які у вартості портфеля за певний період часу із заданою ймовірністю не перевищать цієї величини [182, 199].

Визначення VaR передбачає значення функції розподілу дохідності портфеля за обраний інтервал часу. Якщо стандартне відхилення як ступінь ризику визначає ширину щільності розподілу дохідності портфеля, то VaR визначає конкретне значення втрат у вартості портфеля, що відповідає заданій вазі хвоста розподілу. VaR – це міра максимально можливої потенційної зміни ціни фінансового інструмента із заданою ймовірністю і за даний проміжок часу. VaR відповідає на питання: як багато можна втратити з ймовірністю $x\%$ за

певний проміжок часу. Як правило, рівень ймовірності дорівнює 95-99%, а щодо часових горизонтів, які перевищують один день, припускають, що дисперсія змін цін пропорційна тривалості прогнозованих горизонтів.

В основі розрахунку VaR лежить визначення одноденної мінливості (волатильності) курсів акцій, тобто того, наскільки за день можуть змінюватись курси акцій. Найчастіше за міру одноденної мінливості обирається середньоквадратичне відхилення у процентах, що може бути розраховане на основі історичних даних. Для часових горизонтів, що перевищують один день, припускають, що волатильність курсів акцій пропорційна тривалості часового горизонту прогнозування, що дає змогу отримати оцінку курсового ризику на необхідну перспективу шляхом масштабування одноденної величини VaR.

VaR з часовим горизонтом T-днів і довірчим інтервалом $x\%$ може бути розрахований за формулою:

$$\text{VAR} = k_x \cdot \sigma \cdot \sqrt{T}, \quad (3.9)$$

де: k_x – коригувальний коефіцієнт (квантіль), що показує положення значення випадкової величини (симетрично в обох хвостах розподілу) відносно середнього, вираженого у кількості середньоквадратичних відхилень. Так, для найчастіше використовуваних значень довірчого інтервалу в 95 та 99% відповідні квантілі будуть дорівнювати 1,65 і 2,33 середньоквадратичних відхилень;

σ - одноденна волатильність курсу акції в процентах.

Слід зазначити, що така оцінка є прийнятною лише для порівняно невеликих інтервалів часу (не більше 10-15 днів), при цьому її точність падає із збільшенням часового горизонту.

За останні декілька років VaR став одним із найбільш популярних методів управління і контролю ризику у різноманітних компаніях. Цю обставину можна пояснити, по-перше, винайденням у 1994 р. американською інвестиційною компанією J.P.Morgan системи оцінювання ризику Riskmetrics і вільним використанням бази даних для цієї системи для всіх учасників ринку капіталу,

а, по-друге, інвестиційним “кліматом”, що панував у кінці 90-х рр. і був пов’язаний з величезними втратами, яких зазнали фінансові інститути під час оперування на ринках похідних ЦП.

Історично метод оцінки ризику, заснований на VaR, вперше був рекомендований Групою Тридцяти (The Global Derivatives study Group, G30) у 1993 р. У тому самому році директива Євросоюзу ЕЕС 6-93 встановила розраховувати резерви капіталу для покриття ринкових ризиків з використанням моделей VaR. У 1994 р. The Bank of International Settlements рекомендував банкам розкривати свої значення VaR, а у 1995 р. Базельський комітет з нагляду за банками запропонував цим установам використовувати власні моделі оцінки резервного капіталу VaR у якості основи для розрахунку резервного капіталу. Сьогодні у США регулюючі органи вимагають від банків резервувати триразовий 10-денний 99% VaR під ринкові ризики.

Зазначимо, що розробка і впровадження моделей VaR відбувається стрімкими темпами. Вони використовуються західними трейдерами, портфельними менеджерами, нефінансовими корпораціями, інвестиційними аналітиками. Щодо інституційного інвестора, то для розрахунку VaR необхідно знати склад портфеля, інтервал часу, для якого він розраховується, і функцію розподілу зміни вартості портфеля. З цих позицій ми можемо запропонувати багаторівневу схему розміщення активів інституційного інвестора з урахуванням VaR (рис. 3.5).

На першому рівні визначається оптимальне співвідношення між банківськими депозитами, ЦП та іншими активами, яке забезпечує максимальну дохідність при заданих обмеженнях на частку кожної з цих складових.

На другому рівні оптимізуємо кожну із складових інвестиційного портфеля (портфель банківських депозитів і портфель ЦП).

Оптимізація портфеля банківських депозитів може полягати у визначенні такого співвідношення між вкладками у національній та іноземній валюті, яке б забезпечувало максимальну дохідність при прийнятному валютному ризику або ж прийнятну дохідність при мінімальному валютному ризику.

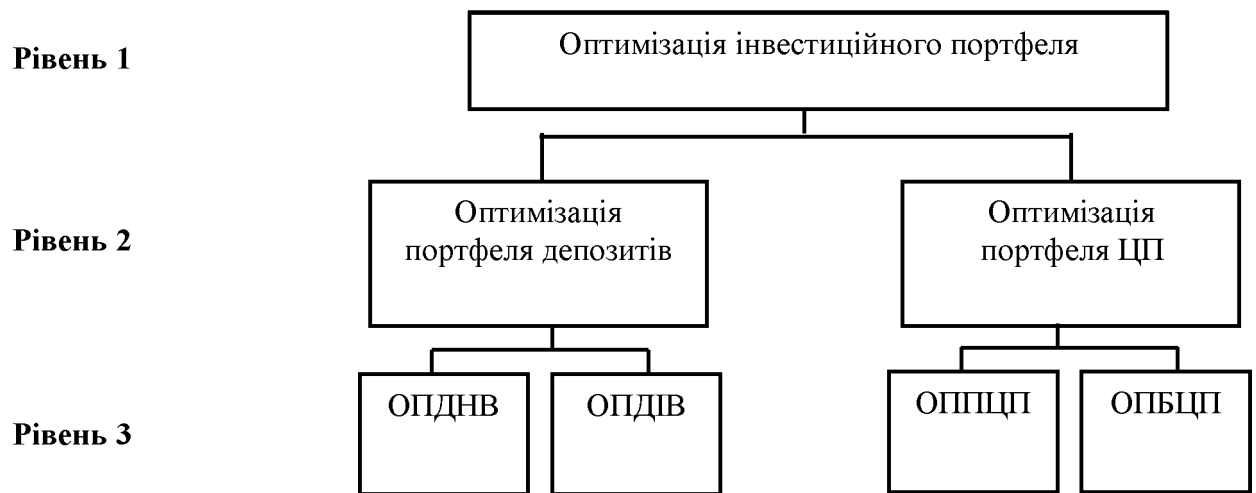


Рис. 3.5. Схема розміщення активів інституційного інвестора

Оптимізація портфеля ЦП може полягати у визначенні такого співвідношення між пайовими і борговими ЦП, яке б забезпечувало максимальну дохідність при заданих обмеженнях на їх частки. Те ж саме може стосуватись і оптимізації портфеля інших активів.

На третьому рівні оптимізується портфель банківських депозитів у національній валюті, портфель банківських депозитів в іноземній валюті, портфель боргових ЦП і портфель пайових ЦП.

Оптимізація портфеля банківських депозитів у національній валюті (ОПДНВ) може полягати у визначенні часток вкладів у кожному з обраних банків, які б забезпечували максимальну дохідність при прийнятному ризику втрати коштів або ж прийнятну дохідність при мінімальному ризику втрати коштів. Те ж саме може стосуватись і оптимізації портфеля банківських депозитів в іноземній валюті (ОПДІВ).

Оптимізація портфеля боргових ЦП (ОПБЦП) може полягати у визначенні його структури, яка б забезпечувала максимальну дохідність при прийнятному ризику дефолту емітента, оскільки кредитний ризик є найбільш суттєвим при вкладеннях у боргові ЦП, або ж прийнятну дохідність при мінімальному ризику дефолту емітента.

Оптимізація портфеля пайових ЦП (ОППЦП) може полягати у визначенні його структури, яка б забезпечувала мінімальний курсовий ризик, який є одним з найсуттєвіших при вкладеннях в акції, при досягненні прийнятного рівня

дохідності. Інший підхід може полягати у мінімізації курсового ризику без урахування очікуваного рівня дохідності.

Наведемо приклад застосування другого підходу.

Запропонована методика пройшла апробацію на курсах акцій 12 емітентів, що котируються у ПФТС: “Стірол” (STIR), “Київобленерго” (KOEN), “Нижньодніпровський трубопрокатний завод” (NITR), “Нафтогазтехніка” (NFGT), “Нікопольський завод феросплавів” (NFER), “Дніпроенерго” (DNEN), “Центренерго” (CEEN), “Донбасенерго” (DOEN), “Західенерго” (ZAEN), УТЕЛ (UTEL), “Укрнафта” (UNAF), “Київенерго” (KIEN).

Перший крок нашого підходу до оптимізації портфеля акцій полягатиме у його фільтруванні, тобто відборі акцій з прийнятним курсовим ризиком. Для цього на основі розрахованих показників VaR для кожної акції з часовим горизонтом 14 днів відбираємо ті акції, VaR за якими менший за 100%. Такими виявились акції UNAF (VAR=52,8%), UTEL (VAR=76,9%), ZAEN (VAR=44,4%), STIR (VAR=43,1%). Щодо інших акцій, то вони є високоризиковими, і їх курс за ці 14 днів може впасти до 0.

На другому кроці обчислюємо коефіцієнти кореляції між змінами курсів відібраних акцій: $r_{unaf,utel} = 0,07$; $r_{unaf,zaen} = 0,03$; $r_{unaf,stir} = -0,05$; ; $r_{utel,zaen} = -0,08$; $r_{utel,stir} = -0,08$; $r_{zaen,stir} = -0,05$.

VAR портфеля обчислюється за такою формулою:

$$\begin{aligned}
 VaR &= \sqrt{\sum_{i=1}^n VaR_i^2 \cdot x_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^n VaR_i \cdot VaR_j \cdot x_i \cdot x_j \cdot \rho;} \\
 0 &\leq x_{i(j)} \leq 1; \\
 \sum_{i=1}^n x_i &= 1,
 \end{aligned} \tag{3.9}$$

де n – кількість акцій у портфелі; x_i – питома вага i -ої акції в портфелі; x_j – питома вага j -ої акції в портфелі; ρ – коефіцієнт кореляції між відносними змінами курсів i -ої та j -ої акції.

З урахуванням цього оптимізаційна модель набуде такого вигляду:

$$\begin{aligned} \text{VaR}^2 &= 0,528^2 x_1^2 + 0,769 x_2^2 + 0,444 x_3^2 + 0,431 x_4^2 + 2 \cdot 0,528 \cdot 0,769 x_1 x_2 \cdot 0,07 + \\ &+ 2 \cdot 0,528 \cdot 0,444 x_1 x_3 \cdot 0,03 + 2 \cdot 0,528 \cdot 0,431 x_1 x_4 \cdot (-0,05) + 2 \cdot 0,769 \cdot 0,444 x_2 x_3 \cdot (-0,08) + \\ &+ 2 \cdot 0,769 \cdot 0,431 x_2 x_4 \cdot (-0,08) + 2 \cdot 0,444 \cdot 0,431 x_3 x_4 \cdot (-0,05) \rightarrow \min, \\ &\begin{cases} 0 \leq x_1 \leq 1 \\ 0 \leq x_2 \leq 1 \\ 0 \leq x_3 \leq 1 \\ 0 \leq x_4 \leq 1 \\ x_1 + x_2 + x_3 + x_4 = 1. \end{cases} \end{aligned}$$

Розв'язок цієї задачі здійснений за допомогою функції “Пошук рішення” в операційній системі Excel (додаток III).

Дані свідчать про те, що мінімізація втрат внаслідок знецінення портфеля акцій буде досягатись за такої його структури: в акції UNAF доцільно вкласти 35,97% інвестованих коштів, в акції UTEL – 13,81%, в акції ZAEN – 24,02%, в акції STIR – 26,21%. У такому випадку максимально можливе знецінення портфеля на часовому горизонті 14 днів з рівнем надійності $\alpha = 0,99$ становитиме 10,3%.

Потрібно враховувати, що найкращі результати методика VAR може дати при використанні її для створення торговельних систем, де відбувається автоматична обробка інформації. Розробка запропонованої методики вимагає високого рівня достовірності даних про курси ЦП. Проте гнучкість використання методу VaR на Заході дозволяє стверджувати, що на практичному рівні його використання можливе і в умовах ринків, що розвиваються.

Ми можемо зробити висновок, що в результаті VaR стане одним із загальноприйнятих стандартів вимірювання ризику в Україні. Враховуючи ту обставину, що країна поступово переходить на західні стандарти обліку, українським інституційним інвесторам, регулюючим органам і науковцям необхідно якнайшвидше почати освоєння даної методики і адаптувати її для українського ринку капіталу.

Висновки до розділу 3

Розробка пропозицій щодо практичного впровадження нових наукових результатів, отриманих у процесі вивчення тенденцій процесу управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів та на основі узагальнення західного досвіду, з метою подальшого розвитку фінансового інвестування дає змогу зробити такі висновки.

Встановлено, що сьогодні в Україні існує обмежене коло фінансових інструментів, які визначені законодавчо і задовольняють вимогам усіх інвесторів; обмежені можливості випуску окремих інструментів, які за певних обставин не набули широкого розповсюдження в Україні; відсутні традиційні об'єкти інвестування активів інвестиційних інститутів, прийняті в інших країнах.

З метою вдосконалення законодавчої і нормативної бази щодо фінансових інструментів з урахуванням гарантування повернення, дохідності й ліквідності інвестованих коштів, нами запропоновано:

— покласти в основу розвитку ринку державних ЦП принципи: верховенство права, стабільність і надійність, прозорість процесу обігу та відкритість емітента, довіра, добровільність і мотивація інвесторів; випускати державні боргові зобов'язання з відповідним забезпеченням (фінансові активи, акції приватизованих підприємств, золотовалютні резерви тощо); забезпечувати відшкодування втрат від інфляції і певний нормативний дохід за цими ЦП шляхом випуску інструментів, номінованих у твердій валюті з фіксованим валютним доходом і з плаваючим купоном, що враховує рівень інфляції за період виплати доходу; створити систему первинних дилерів з метою забезпечення ліквідності державних ЦП;

— випускати облігації місцевих позик під дохід від інвестиційного проекту та під спеціальний податок з обов'язковим страхуванням емітентом ризиків за цими ЦП для відшкодування будь-яких збитків;

— визначати дохідність облігацій підприємств, виходячи з дохідності аналогічних за строками погашення державних облігацій; спростити процедуру реєстрації банківських облігацій; запровадити субординовані, незабезпечені, гарантовані, облігації із заставою; розробити механізм конвертації облігацій в інші ЦП; внести зміни до законодавства України щодо випуску підприємствами нового виду ЦП – зовнішніх облігацій підприємств; удосконалити механізм дострокового викупу облігацій;

— запровадити в Україні єдиний інформаційний масив даних про емітентів ЦП; стабілізувати дивідендні виплати через їх фіксацію у грошовому виразі або фіксацію дивідендного виходу; зняти перешкоди для додаткових емісій акцій; надати акціонерним товариствам можливостей випуску привілейованих акцій з різними правами; вирішити проблему консолідації акцій; створити паралельний ринок акцій (ринок невеликих і середніх компаній);

— ввести для інституційних інвесторів пенсійні облігації та корпоративні облігації, гарантовані державою;

— передбачати державні гарантії виконання зобов'язань емітента за іпотечними ЦП; створити Земельний банк, який би купував заставні та іпотечні облігації; запровадити систему обліку прав на об'єкти нерухомості; зменшити витрати на випуск іпотечних ЦП і стандартизацію процедур, пов'язаних з їх випуском.

Нами встановлено, що положення спеціального законодавства, які були запозичені із законодавчих актів розвинених країн, де вони виконують свою адекватну функцію з ефективного нормування діяльності КБ, СК, ІСІ та НПФ, є неприйнятними для українського законодавства. Діяльність інституційних інвесторів обмежена як за видами, так і за напрямками роботи. Тож доцільним є:

1) використання НБУ у сфері банківських інвестицій на РЦП корпоративних облігацій у якості застави при рефінансуванні; дозвіл КБ купувати єврооблігації на первинному ринку у Мінфіну без ліцензії НБУ, а також відкриття банками кореспондентських рахунків і в іноземних депозитаріях; створення ефективної комплексної систему управління ризиками;

введення персоніфікації відповідальності КБ за дії щодо власних акціонерів та щодо АТ, де він має частку; приведення нормативно-правових актів щодо вексельного обігу у відповідність до ЗУ “Про обіг веселів в Україні”;

2) формування капіталу для страховиків, базуючись на оцінці ризику (підходи до формування та управління портфелем інвестицій через розміщення страхових резервів використовуються вже потім); запровадження в українську практику страхової діяльності нормативних коефіцієнтів за напрямками розміщення страхових резервів; введення ще одного принципу розміщення страхових резервів – принципу контролю за інвестиціями;

3) відокремлення страхування життя від ризикових видів страхування через специфіку розміщення страхових резервів; для ІСІ – розмежування нормативів для відкритого, інтервального і закритого фонду;

4) дозвіл страховикам вкладати кошти в ЦП відкритих ІСІ з метою розвитку в Україні фондового страхування, яке дозволить індивідуальному інвестору одержати дохід від інвестицій;

5) введення для ІСІ в нормативи розміщення активів похідних ЦП, оскільки заборона вкладання в них є нетиповою для західних інвестиційних фондів; зняття диверсифікації активів за видами державних ЦП

Для СК, ІСІ і НПФ загалом необхідним є:

- збільшення частки вкладень у державні ЦП;
- введення до переліку фінансових інструментів облігацій місцевих органів влади і обмеження їх нормативу рівнем 20%;
- поширення обмеження на вкладення їх активів у ЦП одного емітента нормою 5%;
- встановлення обмеження для розміщення активів не за критерієм допуску до торгів на фондовій біржі, а за критерієм реальної дохідності й надійності ЦП емітента;
- дозвіл на вкладення коштів в іпотечні ЦП, оскільки з появою відповідного законодавства ці ЦП набудуть випереджаючого розвитку;

— введення і встановлення нормативів вкладень у ЦП іноземних емітентів 20%, тобто ідентично до нормативів НПФ, оскільки за нинішніх темпів розвитку РЦП він не зможе повністю поглинути накопичені інвесторами резерви.

Дослідження та аналіз західних теорій управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів показали, що застосування цих теорій на українському ринку поки що є неможливим через недооцінку вартості більшості його активів, нетривалу “історію котирувань” фінансових інструментів, низьку капіталізацію емітентів, використання інформації інсайдерів тощо. Ці обставини призводять до пошуку інших моделей управління активами інституційного інвестора з урахуванням сучасного стану економіки.

У цьому випадку прийнятною є запропонована нами багаторівнева схема розміщення інвестиційних активів, що враховує оптимізацію портфеля депозитів і портфеля ЦП. За міру курсового ризику обрано показник Ризикової вартості (Value-at-Risk, VaR), який за останні декілька років став одним з найбільш популярних методів управління і контролю ризику у різноманітних компаніях.

Розрахунки показали, що практичне використання методики VAR можливе і в умовах ринків, що розвиваються. В результаті вона може стати одним із загальноприйнятих стандартів розрахунку ризику в Україні, тому інвесторам, регулюючим органам і науковцям необхідно якнайшвидше розпочати освоєння цієї методики і адаптувати її до українського ринку.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях [54, 56, 61, 105].

ВИСНОВКИ

Дослідження управління фінансовими інвестиціями інституційних інвесторів в умовах реформування української економіки дозволило зробити низку висновків науково-теоретичного та прикладного характеру.

1. Поняття “інвестиції” є базовою категорією ієрархічної побудови інших категорій, що відображають відтворення капіталу. У країнах, де започатковуються ринкові відносини, основна частина інвестицій відноситься до реальних, тоді як в розвинутих країнах переважна їх частина є фінансовими. В той же час високий розвиток інститутів фінансового інвестування значною мірою сприяє зростанню реальних інвестицій, тому ці дві форми є взаємодоповнюючими. Фінансові інвестиції – це вкладення капіталу у фондові і грошові фінансові інструменти, статутні капітали юридичних осіб з метою отримання прибутку (доходу) і/або зростання вартості капіталу.

2. В економіці розвинутої країни надзвичайно важливою є роль фінансового ринку, оскільки використання фінансових інструментів і операцій з ними активізує діяльність економічних суб’єктів, передусім інституційних інвесторів. Центальною ланкою у його структурі є РЦП, який включає певні структурні сегменти фінансового ринку – фондовий ринок, а також частину грошового і кредитного ринку.

3. Розвиток фінансового ринку неможливо розглядати без тактики і стратегії економічної поведінки його основних суб’єктів – інституційних інвесторів. У зв’язку з цим, у роботі основна увага приділена КБ, СК, ІСІ і НПФ, які, на відміну від індивідуальних інвесторів, представляють значні групи осіб, котрі об’єднали свої кошти та зусилля в складі відповідних структур. Враховуючи, що нормативна база щодо їхньої інвестиційної діяльності передбачає вкладення активів переважно у фінансові інструменти, особливого значення набуває управління фінансовими інвестиціями. Цей процес має включати такі етапи: 1) постановка цілей інвестування (збереження і приріст капіталу, придбання фінансових інструментів з властивостями готівки,

одержання доходу за рахунок пайової участі, спекулятивна гра на курсах ЦП). Виявлено, що для кожного конкретного інституту ці цілі будуть різнитися в залежності від специфіки його діяльності; 2) формування основних напрямів інвестиційної політики, що враховує наявні нормативні обмеження і представлені на ринку інструменти; 3) вибір портфельної стратегії (активної чи пасивної); 4) моніторинг і коригування інвестиційного портфеля.

4. В Україні триває становлення змішаної моделі РЦП, що передбачає можливість проведення операцій з ЦП як КБ, так і небанківськими інститутами. При цьому їх інвестиційна активність різниться. Встановлено, що основними інвесторами на ринку є КБ через високий рівень їхньої капіталізації, жорстку і дієву систему контролю з боку НБУ. Найбільш динамічним за темпами розвитку є страховий ринок, однак він не акумулює сьогодні вагомих інвестиційних ресурсів. Нові ІСІ тільки створюються, що вкупі з діючими інвестиційними фондами і компаніями призводить до зниження показників їхньої діяльності. НПФ почали своє існування у 2004 р., але завдяки їм передбачається активізувати вітчизняний РЦП.

5. Дослідження законодавства України показало, що основними фінансовими інструментами для інституційних інвесторів загалом є банківські депозити, ощадні сертифікати, державні ЦП, ЦП місцевих органів влади, акції та облігації підприємств. Найбільш розвиненим є ринок депозитів. Відбувається трансформація ринку пайових ЦП у ринок боргових. Основною тенденцією ринку у 2002 р. порівняно з попереднім роком стало збільшення виконаних угод з облігаціями підприємств і ощадними сертифікатами у 2,4 рази. Обсяг угод з акціями збільшився в 1,8 рази, деривативами – в 1,9 рази, а з векселями – в 1,7 рази. Ринок державних ЦП зазнає відновлення після кризи 1998 р. Постає необхідність розширення переліку дозволених для інвесторів інструментів з урахуванням сучасного стану розвитку економіки.

6. З метою вдосконалення нормативно-правової бази щодо фінансових інструментів з урахуванням гарантування повернення, дохідності і ліквідності інвестованих коштів запропоновано:

— у частині інструментів, які визначені законодавчо і задовольняють вимогам усіх груп інвесторів: випускати державні облігації з відповідним майновим забезпеченням, а їх дохідність повинна забезпечувати нормативний дохід і відшкодування втрат від інфляції; розробити механізм конвертації облігацій підприємств в інші ЦП; запровадити в Україні єдиний інформаційний масив про емітентів акцій, створити ринок акцій невеликих і середніх компаній;

— розширити можливості випуску окремих інструментів, які б могли розглядатися як об'єкти для інвестицій, однак за певних обставин не набули широкого застосування: облігацій місцевих позик; корпоративних облігацій (субординованих, незабезпечених, гарантованих, облігацій із заставою; зовнішніх); привілейованих акцій з різними правами;

— ввести фінансові інструменти, що прийняті для інвестування в інших країнах: пенсійні облігації та корпоративні облігації, гарантовані державою; надати розвитку іпотечним ЦП через передбачення державних гарантій виконання зобов'язань емітента за ними, створити Земельний банк, який би купував заставні та іпотечні сертифікати, запровадити систему обліку прав на об'єкти нерухомості, зменшити витрати на випуск іпотечних інструментів.

7. Всебічне дослідження практики фінансового інвестування свідчить, що діяльність існуючих інституційних інвесторів обмежена як за видами, так і за напрямками роботи на фінансовому ринку. Тому доцільним є:

— для КБ – удосконалення нормативів Н11 і Н12; використання корпоративних облігацій у якості застави при рефінансуванні; дозвіл купувати єврооблігації на первинному ринку без ліцензії НБУ; створення ефективної комплексної системи управління ризиками; приведення нормативно-правової бази щодо вексельного обігу у відповідність до ЗУ “Про обіг векселів в Україні”;

— для СК – формування капіталу, що базується на оцінці ризику; запровадження нормативних коефіцієнтів за напрямками розміщення страхових резервів; запровадження нового принципу розміщення цих резервів – принципу контролю за інвестиціями; відокремлення страхування життя від ризикових

видів страхування при встановленні нормативів інвестування; дозвіл на вкладення коштів у ЦП відкритих ІСІ з метою розвитку фондового страхування;

— для ІСІ – розмежування нормативів для відкритого, інтервального і закритого фонду; введення в нормативи розміщення активів похідних ЦП.

8. Для всіх інституційних інвесторів запропоновано збільшити частку вкладень у державні ЦП; ввести до переліку фінансових інструментів облігації місцевих органів влади; встановити обмеження на розміщення активів не за критерієм допуску до торгів, а за критерієм реальної дохідності й надійності ЦП емітента.

9. Доведено, що застосування досягнень портфельних теорій в умовах ринків, що розвиваються, дає у більшості випадків неточні результати через відсутність повної та об'єктивної картини для історичного аналізу дохідності фінансових інструментів. Недооцінка вартості останніх, низька капіталізація емітентів, а також вплив на РЦП багатьох чинників призводить до нерівномірної динаміки котирувань.

10. Одним із основних напрямів удосконалення фінансового інвестування є впровадження нових методик управління інвестиційним портфелем. У роботі досліджена класична задача фінансового управління щодо розміщення тимчасово вільних коштів у визначеному обсязі на певний строк. З метою оптимізації портфеля фінансових інвестицій запропонована багаторівнева схема розміщення активів на основі методу вимірювання ризику VaR, який надає інвестору інформацію про ризик у вигляді грошових втрат.

Отже, операції інституційних інвесторів з фінансовими інструментами мають значні перспективи для свого подальшого розвитку в Україні як діяльність, яка на міжнародних ринках капіталу є найбільш дохідною і продукує велику кількість фінансових інновацій. Західні методи управління фінансовими інвестиціями в переважній більшості є придатними до використання в Україні, однак потребують коригування у відповідності до сучасного стану розвитку фінансового ринку. Завдяки розвитку фінансового інвестування інституційні інвестори можуть значно розширити спектр своїх операцій, збільшити свою

дохідність і зменшити ризики. Крім того, розвиток управління фінансовими інвестиціями може стати одним із провідних елементів забезпечення інтеграції фінансового ринку України в світовий економічний простір.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов А., Брусникин Н. Перспективы инвестирования пенсионных накоплений в ценные бумаги иностранных эмитентов // Вестник НАУФОР. – 2003. – №4. – С.34-37.
2. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М.: Финстатинформ, 1993. – 140 с.
3. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 186 с.
4. Банківська енциклопедія / Під редакцією д.е.н. Мороза А.М. – К.: Ельтон, 1993. – 336 с.
5. Банківські операції: Підручник / А.М.Мороз, М.І.Савлук, М.Ф.Пуховкіна та ін; За ред. д.е.н., проф. А.М.Мороза. – К.: КНЕУ, 2000. – 384 с.
6. Барановський О. Безпека бізнесу та страховий ринок: взаємозалежність і взаємообумовленість // Український інвестиційний журнал WELCOME. – 2003. – №8. – С.29-31.
7. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер. с англ. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: АОЗТ «Интерэксперт», Инфра-М, 1995. – 528 с.
8. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь: В 2-х т.: Пер. с фр. – М.: Междунар. отношения, 1994. – Т.2. – 720 с.
9. Бизнес. – 2003. – 10 февраля. – С.33.
10. Білик М.Д. Форми інвестицій державних виробничих підприємств та їх розвиток у сучасних умовах // Фінанси України. – 1998. – №4. – С.70-78.
11. Бланк. И.А. Основы финансового менеджмента: В 2 т. – К.: Ника-Центр, 1999. – Т.2. – 512 с.
12. Бланк И.А. Управление формированием капитала. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.
13. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций. – 4-е изд.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 984 с.

14. Большой экономический словарь / Под ред. А.Н.Азрилияна. – М.: Фонд «Правовая культура», 1994. – 528 с.
15. Бутузов В. Організація діяльності спільного інвестування в США // Економіка, фінанси, право. – 2000. – №3. – С.36-39.
16. Бюлетень Національного банку України. – 2003. – №6. – 160 с.
17. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 800 с.
18. Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС. – 2000. – 416 с.
19. Венчурный МИР. - 2003. – 25-31 августа. – С.10.
20. Вінник. О.М. Інвестиційне право: Навч. посіб. – К.: Атіка, 2000. – 264 с.
21. Вітлінський В.В., Наконечний С.І. Ризик у менеджменті. – К.: ТОВ Борисфен-М, 1996. – 336 с.
22. Внукова Н.М., Чернишов С.І., Сокіл С.В. Оцінка активів страхових компаній // Фінанси України. – 2002. – №4. – С.126-132.
23. Войшилло И.Е., Щербаков А.И. Инвестирование средств накопительной пенсионной системы в государственные облигации // Финансы. – 2002. – №4. – С.54-55.
24. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер. с. англ. – М.: Дело, 1999. – 1008 с.
25. Данілов О.Д., Івашина Г.М., Чумаченко О.Г. Інвестування: Навч. посіб. – К.: Видавничий дім “Комп’ютерпрес”, 2001. – 364 с.
26. Данніков О. Резервні інвестиції // Ринок цінних паперів. – 2003. – №7-8. – С.23-27.
27. Дёриг Х.-У. Универсальный банк – банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века: Пер. с нем. – М.: Междунар. отношения, 1999. – 384 с.
28. Додонов В.Ю. Инвестиционный риск на фондовом рынке и методы его оценки // Управление риском. – 2003. – №3. – С.42-49.
29. Дорошенко Т.В. Сутність інвестицій як економічної категорії // Фінанси України. – 2000. – №11. – С.114-117.
30. Драган Т., Макагон О. Ринок цінних паперів у 2002 році // Цінні папери

України. – 2003. – 10 квітня. – С.9.

31. Едророва В.Н., Мизиковский Е.А. Учет и анализ финансовых активов: акции, облигации, векселя. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 272 с.
32. Ежедневное информационно-аналитическое издание украинского сервера страхования, е-дайджест “Insurance Online”. – 2003. – №128.
33. Енциклопедія банківської справи України / Редкол.: В.С.Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
34. Закон РФ “Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации” от 24.07.02 №111 // www.duma.ru.
35. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 р. №121-III // Електронна база даних “Законодавство”.
36. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.96 №338/96 // Електронна база даних “Законодавство”.
37. Закон України “Про загальнообов’язкове пенсійне страхування” від 09.07.03 №1057-IV // Електронна база даних “Законодавство”.
38. Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 10.12.91 №1955-12 // Електронна база даних “Законодавство”.
39. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.03.01 №2299-III // Електронна база даних “Законодавство”.
40. Закон України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.03 №979-IV// Електронна база даних “Законодавство”.
41. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.03 №1057-IV // Електронна база даних “Законодавство”.
42. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” (у редакції Закону від 24.05.02 №349-IV, зі змінами та доповненнями) // Електронна база даних “Законодавство”.

43. Закон України “Про страхування” (у редакції Закону від 04.10.01 №2745-14, зі змінами та доповненнями) // Електронна база даних “Законодавство”.
44. Закон України “Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю” від 19.06.03 №978-IV// Електронна база даних “Законодавство”.
45. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” (у редакції Закону від 05.02.04 №1455- IV, зі змінами та доповненнями) // Електронна база даних “Законодавство”.
46. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік. – К.: ДКЦПФР, 2003. – 124 с.
47. Игошин Н.В. Инвестиции. Организация управления и финансирование: Учебник для вузов. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 2000. – 413 с.
48. Карлоф Б. Деловая стратегия. Концепция, содержание, символы: Пер. с англ. – М.: Экономика, 1992. – 367 с.
49. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. - М.: Филинь, 1998. – 144 с.
50. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег.: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1978. – 494 с.
51. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. – СПб.: Издательство «Питер», 2000. – 554 с.
52. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2000. – 704 с.
53. Кіча Т. Недержавні пенсійні фонди: “за” і “проти” // Україна-BUSINESS. – 2003. – 12-19 серпня. – С.5.
54. Коваленко Ю.М. Депозитарні розписки як альтернативний механізм залучення інвестицій (зарубіжний досвід і вітчизняна практика) // Теорії мікро-макроекономіки: Зб. наук. пр. Академії муніципального управління. – К: АМУ, 2001. – С.197-203.
55. Коваленко Ю.М. Інститути спільного інвестування: закордонний досвід і практика в Україні // Технический прогресс и эффективность производства:

- Вестник Национального технического университета “Харковский политехнический институт”: Зб. наук. пр. – Харків: НТУ “ХПІ”, 2001. – Вип. 24. – С.120-123.
56. Коваленко Ю.М. Необхідність формування нового законодавства щодо фінансових інструментів, які обертаються на українському ринку цінних паперів // Матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. “Наука і освіта” 2003”, 20-24 січня 2003 р., Дніпропетровськ - Донецьк - Харків. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2003. – Т.22: Економіка. – С.20-22.
 57. Коваленко Ю.М. Особливості формулювання інвестиційних цілей інституційними інвесторами // Вісник Технологічного університету Поділля. – Хмельницький, 2003. – №5. – Т.2 (55). – С.282-286.
 58. Коваленко Ю.М. Проблеми формування національних джерел інвестиційних ресурсів в сучасних умовах // Теорії мікро-макроекономіки: Зб. наук. пр. Академії муніципального управління. – К: АМУ, 2000. – С.16-19.
 59. Коваленко Ю.М. Сутність та специфіка діяльності інвестиційних банків в сучасних умовах і потенціал їх створення в Україні. // Науковий вісник: Зб. наук. пр. Академії ДПС України. – Ірпінь: АДПСУ, 2002. – Вип.3 (17). – С.65-73.
 60. Коваленко Ю.М., Пересада А.А. Тактика управління портфелем цінних паперів комерційного банку // Тези доповідей і виступів V Міжнар. наук. конф. студентів і молодих учених “Фінансовий і банківський менеджмент: досвід та проблеми”, 19-20 листопада 2003 р. / За заг. ред. д.е.н., проф. П.В.Єгорова. – Донецьк: ТОВ «Юго-Восток, Лтд», 2003. – С.137-138.
 61. Коваленко Ю.М. Удосконалення державного регулювання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні // Матеріали VII Міжнар. наук.-практ. конф. “Наука і освіта 2004”, 10-25 лютого 2004 р. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2004. – Т.11: Інвестиційна діяльність. – С.59-60.
 62. Ковтюх В. Інститути спільного інвестування: зарубіжний досвід // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №3-4. – С.37-53.

63. Корельский. В.Ф., Гаврилов Р.В. Биржевой словарь: В 2-х т. – М.: Междунар. отношения, 2000. – Т.1: А-М. – 288 с.
64. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках: Монографія. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.
65. Костіна Н.І., Алексєєв А.А., Василик О.Д. Фінанси: система моделей і прогнозів: Навч. посіб. – К.: Четверта хвиля, 1998. – 304 с.
66. Костіна Н.І., Алексєєв А.А., Мельник П.В. Моделювання фінансів: Монографія. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2002. – 224 с.
67. Кругляк В. Роль страховых активов в инвестиционном процессе // Страховое ревью. – 2003. – №3. – С.12-19.
68. Крутик А.Б., Никольская Е.Г. Инвестиции и экономический рост предпринимательства. – Серия «Учебники для вузов. Специальная литература». – СПб.: Издательство «Лань», 2000. – 544 с.
69. Кузнецов А.А. Инвестиционная политика страховых компаний // Фондовый рынок. – 1999. – № 22. – С.35-37.
70. Куліш Г. Формування структури капіталу підприємства // Ринок цінних паперів. – 2002. – №3-4. – С.9-21.
71. Лазаревский А.А. Велика Британия пенсионной системой // Финансы и кредит. – 2002. – №3 (93). – С.18-22.
72. Леонов Д., Федоренко А., Ковальова Н. Прогноз акумулювання інвестування Накопичувальним пенсійним фондом і недержавними пенсійними фондами // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №9-10. – С.7-11.
73. Луців Б.Л. Інвестиційний банківський портфель: Монографія. – К.: Лібра, 2002. – 192 с.
74. Лысенков Ю.М., Фетюхина Н.В. Рынок ценных бумаг. Основные понятия и термины. – К.: Ин-т банкиров Украины, 1995. – 168 с.
75. Львов Ю.И. Банки и финансовый рынок. – Спб: Культ Информ Пресс, 1995. – 528 с.
76. Лялин С.В. Рынки корпоративных облигаций в странах СНГ: итоги 2002

- года // Український інвестиційний журнал WELCOME. – 2003. – №7. – С. 12-17.
77. Макконелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика: В 2-х т.: Пер с англ. 11-го изд. – М.: Республика, 1992. – Т.1. – 400 с.
 78. Маркс К. Капитал. – М.: Политиздат. – Т.3. – Ч.1, 1978. – 508 с.
 79. Маршалл А. Принципы экономической науки: В 2-х т. – М.: Прогресс, 1993. – Т.2. – 310 с.
 80. Массе П. Критерии и методы оптимального определения капиталовложений. – М., 1971. – 235 с.
 81. Международные стандарты учета и аудита: Сборник с комментариями. Вып. 3: Международные стандарты учета / Составитель М.М.Рапопорт – М.: Фирма «Аудит-тренинг», 1992. – 736 с.
 82. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирование инвестиционных проектов. – М.: ИКЦ «ДИС», 1997. – 160 с.
 83. Мельник В.А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск. – К.: А.Л.Д., ВІРА-Р, 1998. – 560 с.
 84. Мертенс А.И. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.
 85. Милейко Я. Венчурні фонди: великий ризик – великі гроші // Цінні папери України. – 2001. – 12 липня. – С.21.
 86. Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
 87. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
 88. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 534 с.
 89. Михайлов А.В., Ткач О.Й. Недержавні пенсійні фонди: сьогоднішній погляд у майбутнє. – К.: Видавництво “СПД Савчина”, 2001. – 244 с.

90. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 963 с.
91. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку 32 “Фінансові інструменти: розкриття та подання”. Набрав чинності з 01.01.1996 р.
92. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку 39 “Фінансові інструменти: визнання та оцінка”. Набрав чинності з 01.01.1996 р.
93. Мозговий О.М. Фондовий ринок: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
94. Москвін С. Пріоритети інвестиційної політики держави щодо розвитку фондового ринку України // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №11-12. – С.3-8.
95. Наказ Комітету у справах нагляду за страховою діяльністю “Положення Про порядок формування, розміщення і обліку страхових резервів за видами страхування, інших ніж страхування життя” від 26.05.97 №41// Електронна база даних “Законодавство”.
96. Наказ Міністерства фінансів України “Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 2 “Баланс” від 31.03.1999 р. №87 // Електронна база даних “Законодавство”.
97. Наказ Міністерства фінансів України “Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти” від 30.11.2001 р. №559 // Електронна база даних “Законодавство”.
98. Нейман Дж., Фон Моргенштерн О. Теория игр и экономическое поведение. – М.: Наука, 1970. – 707 с.
99. Олексюк О.С. Моделювання прийняття ризикових фінансових рішень. – К.: Вища школа, 1998. – 507 с.
100. Основы банковского дела / Под ред. д.э.н. Мороза А.Н. – К.: «Издательство Либра» МП, 1994. – 336 с.
101. Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом предприятия: Учебник для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 400 с.

102. Пересада А.А. Інвестиційний процес в Україні. – К.: “Видавництво Лібра”, ТОВ, 1998. – 392 с.
103. Пересада А.А. Основы инвестиционной деятельности. – К.: “Издательство Либра”, ООО, 1996. – 344 с.
104. Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
105. Пересада А.А., Коваленко Ю.М. Особливості здійснення інвестиційної діяльності через розміщення страхових резервів страховими компаніями в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2002. – Вип. 165. – С.170-176.
106. Пересада А.А., Коваленко Ю.М. Процес управління фінансовими інвестиціями інституційними інвесторами // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Випуск 189: В 5 т. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2004. – Т.IV. – С.1083-1088.
107. Пересада А.А., Коваленко Ю.М., Онікієнко С.В. Інвестиційний аналіз: Підручник. – К.: КНЕУ, 2003. – 485 с.
108. Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб’єкти ринку акцій України. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 262 с.
109. Поддубный В.И., Рудяк Е.А. Активное и пассивное управление инвестиционным портфелем в Украине // Фондовый рынок. – 2003. – №28. – С.34-39.
110. Показники діяльності страхових компаній України за 2001 рік // Страхова справа. – 2002. – №1. – С.6-42.
111. Постанова КМУ “Про затвердження Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб’єктів господарювання” від 01.04.04 №208 // Електронна база даних “Законодавство”.
112. Постанова КМУ “Про затвердження Напрямів інвестування галузей економіки за рахунок коштів страхових резервів” від 17.08.02 №1211 // Електронна база даних “Законодавство”.

113. Постанова КМУ “Про затвердження Порядку здійснення запозичень у місцеві бюджети” від 34.02.03 №207 // Електронна база даних “Законодавство”.
114. Постанова Правління НБУ “Про затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами установ комерційних банків України” від 30.12.97 №466 // Електронна база даних “Законодавство”.
115. Постанова Правління НБУ “Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні” від 28.08.01 №489 // Електронна база даних “Законодавство”.
116. Постанова Правління НБУ “Про затвердження Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на перерахування іноземної валюти за межі країни з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України” від 17.02.03 №35 // Електронна база даних “Законодавство”.
117. Постанова Правління НБУ “Про затвердження Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій із цінними паперами” від 30.12.99 №629 // Електронна база даних “Законодавство”.
118. Постановление Правительства РФ “Правила размещения пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением” от 23.12.99 №1432 // www.duma.ru.
119. Приказ Минфина РФ “Об утверждении правил размещения страховщиками страховых резервов” от 22.02.99 №16 н // www.minfin.ru.
120. Програма розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки // Цінні папери України. – 2000. – 28 грудня. – С.7.
121. Проект Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 27.09.02 № 2064-1 // Електронна база даних “Законодавство”.
122. Прозоров Ю., Вальчишен А. Разделение украинских корпоративных облигаций на мусорные и облигационные: критерии отбора // Український інвестиційний журнал WELCOME. – 2003. – №7. – С.7-12.

123. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 377 с.
124. Райс Т., Койли Б. Финансовые инвестиции и риск: Пер. с англ. – К.: Торгово-издательское бюро BVH, 1995. – 592 с.
125. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів)” від 02.07.02 №201 // www.ssmc.kiev.ua.
126. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” від 07.10.03 №414 // www.ssmc.kiev.ua.
127. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств” від 17.07.03 №322 // www.ssmc.kiev.ua.
128. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Положення про порядок збільшення (зменшення) розміру статутного фонду акціонерного товариства” від 16.05.02 №250 // www.ssmc.kiev.ua.
129. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій під час реорганізації товариств” від 30.12.98 №221 // www.ssmc.kiev.ua.
130. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування” від 11.01.02 №12 // www.ssmc.kiev.ua.
131. Рішення ДКЦПФР “Про затвердження Принципів корпоративного управління” від 03.12.03 №512 // www.ssmc.kiev.ua.
132. Рудненко Т., Куш О. Банки + фондовий ринок = розвиток економіки // Финансовые услуги. – 2003. – №3. – С.42-47.
133. Рудненко Т., Куш О. Ринок корпоративних облігацій: сьогодні та завтра // Цінні папери України. – 2003. – 19 червня. – С.11-12.
134. Румянцев С. Особливості функціонування пенсійних фондів другого рівня // Цінні папери України. – 2001. – 22 березня. – С.22-23.

135. Румянцев С. Перспективи запровадження іпотечних фінансових інструментів в Україні // Цінні папери України. – 2002. – 5 грудня. – С.15-16.
136. Сазонов Р. Идеи для настоящего будущего // Инвестиционная газета. – 2003. – 6 мая. – С.20.
137. Саліхова О. Взаємні фонди – інвестиційна альтернатива // Цінні папери України – 2001. – 4 травня. – С.28-29.
138. Сич Є.М., Ільчук В.П., Сич О.Є., Шадура Н.Т. Класифікація інвестицій як система субпідрядних понять довгострокового вкладення капіталу // Фінанси України. – 1999. – №7. – С.22-25.
139. Снижение стоимости строительства и банковский контроль / Н.П.Денисенко, И.А.Зайцев, В.М.Лукашевский, С.Ф.Ревуцкий. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 128 с.
140. Сохацька О.М. Інструменти фондового ринку: зарубіжний досвід та практика України. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 46 с.
141. Стальченко А. Инвестиционный потенциал НПФ в сфере венчурного капитала // Вестник НАУФОР. – 2003. – №8. – С.32-34.
142. Старик Д.Э. Как рассчитать эффективность инвестиций. – М.: АО «Финстатинформ», 1996. – 92 с.
143. Стеценко Б. Достроковий викуп як елемент підвищення ефективності емісії облігацій // Цінні папери України. – 2003. – 12 червня. – С.11-12.
144. Стешин А.И. Оценка коммерческой состоятельности инвестиционного проекта. – М.: Издательско-консультационная компания «Статус-кво 97», 2001. – 280 с.
145. Структура активів і пасивів комерційних банків України за 1998 рік // Вісник Національного банку України. – 1999. – №3. – С.23-30.
146. Структура активів, зобов'язань і капіталу комерційних банків України за станом на 01.01.2000 р.// Вісник Національного банку України. – 2000. – №3. – С.23-34.
147. Структура активів, зобов'язань і капіталу комерційних банків України за

- станом на 01.01.2001 р. // Вісник Національного банку України. – 2001. – №3. – С.8-19.
148. Структура активів, зобов'язань і балансового капіталу комерційних банків України за станом на 01.01.2002 р.// Вісник Національного банку України. – 2002. – №3. – С.9-20.
149. Структура активів банків України за станом на 01.01.2003 // Вісник Національного банку України. – 2003. – №3. – С.11-26.
150. Суторміна В.М., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Фінанси зарубіжних корпорацій : Навч. посіб. / За ред. В.М.Федосова. – К.: Либідь, 1993. – 247 с.
151. Тумусов Ф.С. Инвестиционный потенциал региона: теория, проблемы, практика. – М.: Экономика, 1999. – 272 с.
152. Угода про співпрацю між АУБ та ПФТС // Цінні папери України. – 2002. – 14 червня. – С.14.
153. Указ Президента України “Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки” від 26.03.01 №198/2001 // Електронна база даних “Законодавство”.
154. Указ Президента України “Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” від 19.02.94 №55/94 // Електронна база даних “Законодавство”.
155. Україна. Президент. Послання Президента України до Верховної ради України “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2002 році”. – К.: Інформаційно-видавничий центр Держкомстату України, 2002. – 367 с.
156. Управление инвестициями: В 2-х т. / В.В.Шеремет, В.М.Павлюченко, В.Д.Шапиро и др. – М.: Высшая школа, 1998. – Т.1. – 416 с.
157. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.
158. Федоренко А. Інвестиції в іпотечні цінні папери // Ринок цінних паперів. – 2002. – №5-6. – С.45-49.
159. Федоренко А., Леонов Д., Ковальова Н. Інвестування пенсійних активів: проблеми державного регулювання // Ринок цінних паперів України. –

2002. – №11-12. – С.45-65.
160. Финансово-кредитный словарь. / Под ред. В.Ф.Гарбузова. – М.: Финансы и статистика, 1985. – 564 с.
161. Финансы. Лучшие компании финансового сектора ТОП-100 // Украинская инвестиционная газета. – 2003. – 6 мая.
162. Фінансові послуги України: Енциклопедичний довідник: У 6 т. / І.О.Мітюков, В.Т.Александров, О.І.Ворона, С.М.Недбаєва. – К.: Укрбланковидав, 2001. – Т.4. – 754 с.
163. Фролова Н. Инвестиционные фонды // Экономика и жизнь. – 1993. – 11 марта. – С.24.
164. Хасан-Бек Л. Види установ спільного інвестування // Фінанси України. – 1997. – №2. – С.87-95.
165. Ходаківська В.П., Данілов О.Д. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
166. Хотулев Е. Мировой опыт инвестирования средств государственных пенсионных фондов // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №3. – С.61-66.
167. Чайковская Л.А., Филин С.А. Финансовые инвестиции – их оценка и учет // Финансы и кредит. – 2002. – №7. – С.24-32.
168. Черваньов Д.М., Нейкова Л.І. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 514 с.
169. Шапран В.С. Банки и промышленный сектор // Финансовый директор. – 2003. – №2. – С.70-77.
170. Шапран В.С. Банківські інвестиції: європейська модель або чи виправдані сподівання об'єднаної Європи на прикладі Deutsche Bank // Фондовий ринок. – 2001. – №28. – С.12-15.
171. Шапран В.С. Становлення ринку цінних паперів в Україні: теоретичний аспект проблеми // Фондовый рынок. – 2002. – №16. – С.18-19.
172. Шаров О.М. Шляхи розширення інвестиційної діяльності банків // Проблеми і перспективи розвитку фінансової системи України. – К.: НДФІ, 1998. – С.93-97.

173. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII, 1028 с.
174. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с.
175. Шлапак О., Пушкаръов В., Карчева Г. Фінансовий стан, тенденції та проблеми функціонування і розвитку банків у 2002 році // Вісник Національного банку України. – 2003. – №3. – С.2-10.
176. Щербаков А.И. Использование средств государственной пенсионной системы финансовыми институтами // Финансы. – 2002. – №5. – С.68-70.
177. Юлдашев Р.Т. Фондовое страхование в Российской Федерации // Страхование дело. – 2003. – №5. – С.2-3.
178. Brighmen E.F., Gapenski L.C. Intermediate Financial Management: 4-th ed. – Chicago; New York; San Francisco etc.: Dryden Press, 1993. – 312 p.
179. Cahiers francais, № 252.
180. Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field – OJ №L141, 11.06.1993. – P.27-46.
181. Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 1985, 1996, 1998.
182. J.P.Morgan / Reuters. RiskMetrics // Technical Document: 4-th ed. – New York, 1996. – 165 p.
183. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets // Review of Economics and statistics. – 1965. – February. – P.13-37.
184. Marcowitz H.M. Portfolio Selection // Journal of Finance. – 1952. – Vol. 7 – №1. – P.77-91.
185. Marcowitz H.M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. – New York: John Wiley, 1959.
186. Miller M.H., Fama E.F. The theory of finance. – N.Y., ofc. Holt Rineharta Winston, 1972. – 346 p.
187. Mossin J. Equilibrium in a Capital Asset Market // Econometrica. – 1966. – October. – P.768-783.

188. OECD Secretariat, Survey of investment regulation of pension funds, 2001.
189. Peltz M. Is This a Night of the Living Beta? // Institutional Investor. – 1992. – June. – P.42-43.
190. Pensions & Investments. – 1992. – January 20.
191. Perold A., Sharpe W. Dynamic Strategies for Asset Allocation // Financial Analysts Journal. – 1988. – January-February. – P.16-27.
192. Pike R., Neale B. Corporat finance and Investment (Decisions and Strategies). – London: Prentice Hall, 1993. – 560 p.
193. Policy issues in insurance. – P.: OECD, 1996. – P.153
194. Roll R.A. Critique of the Asset Pricing Theory's Test // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 4 – №2. – P.129-176.
195. Ross S. The Capital Asset Pricing Model (CARM), Short Sales Restriction and Related Issues // Journal of Finance. – 1977. – March. – P.177-184.
196. Santos J.A.C. Commercial Banks in the Securities Business: a Review. – Basle: Bank for International Settlements, 1998. – 29 p.
197. Shapiro A.C. Modern Corporate Finance. – New York: Macmillan Publishing Company, 1991. – 625 p.
198. Sharpe W.F. Capital Asset price // Journal of Finance. – 1964. – September. – P.25-442.
199. Skelton J.L. Investment Opportunities with Indexing, in Katrina F. Sherrerd (ed.), Equity Markets and Valuation Methods. – Charlottesville, VA: The Institute of Chartered Financial Analysts, 1988. – 365 p.
200. The Economist: Guide to Financial Markets end Investment Company Institute.
201. Tobin J. The Portfolio Selection. – London: Macmillan and Co., 1965. – 445 p.
202. Treynor J.L. Towardsa Theory of Market Value of Risky Assets. – Unpublished paper, Arthur D. Little, Cambridg, MA, 1961. – 500 p.

ДОДАТКИ

Додаток А

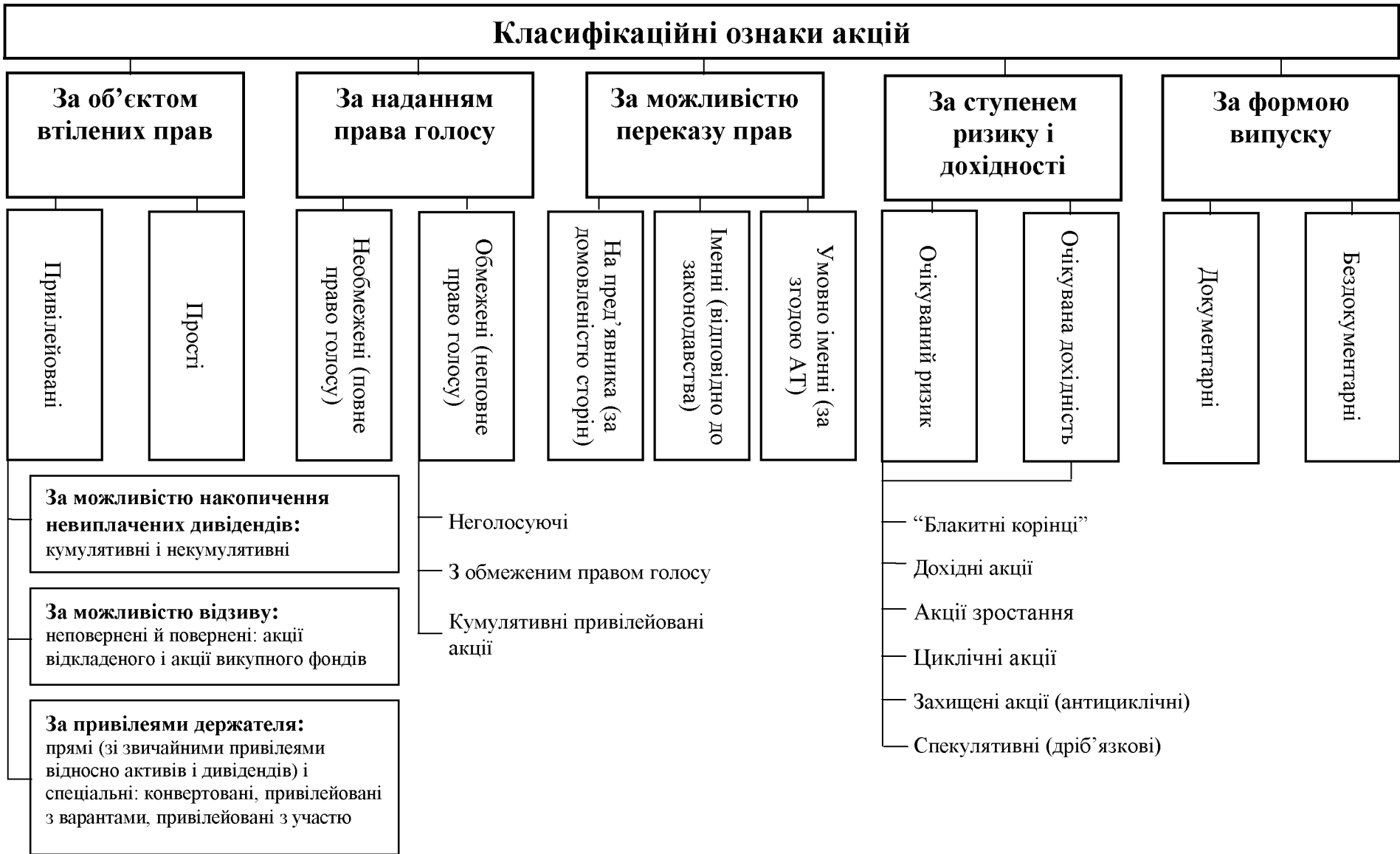


Рис. А.1. Класифікація акцій за ознаками

Додаток Б

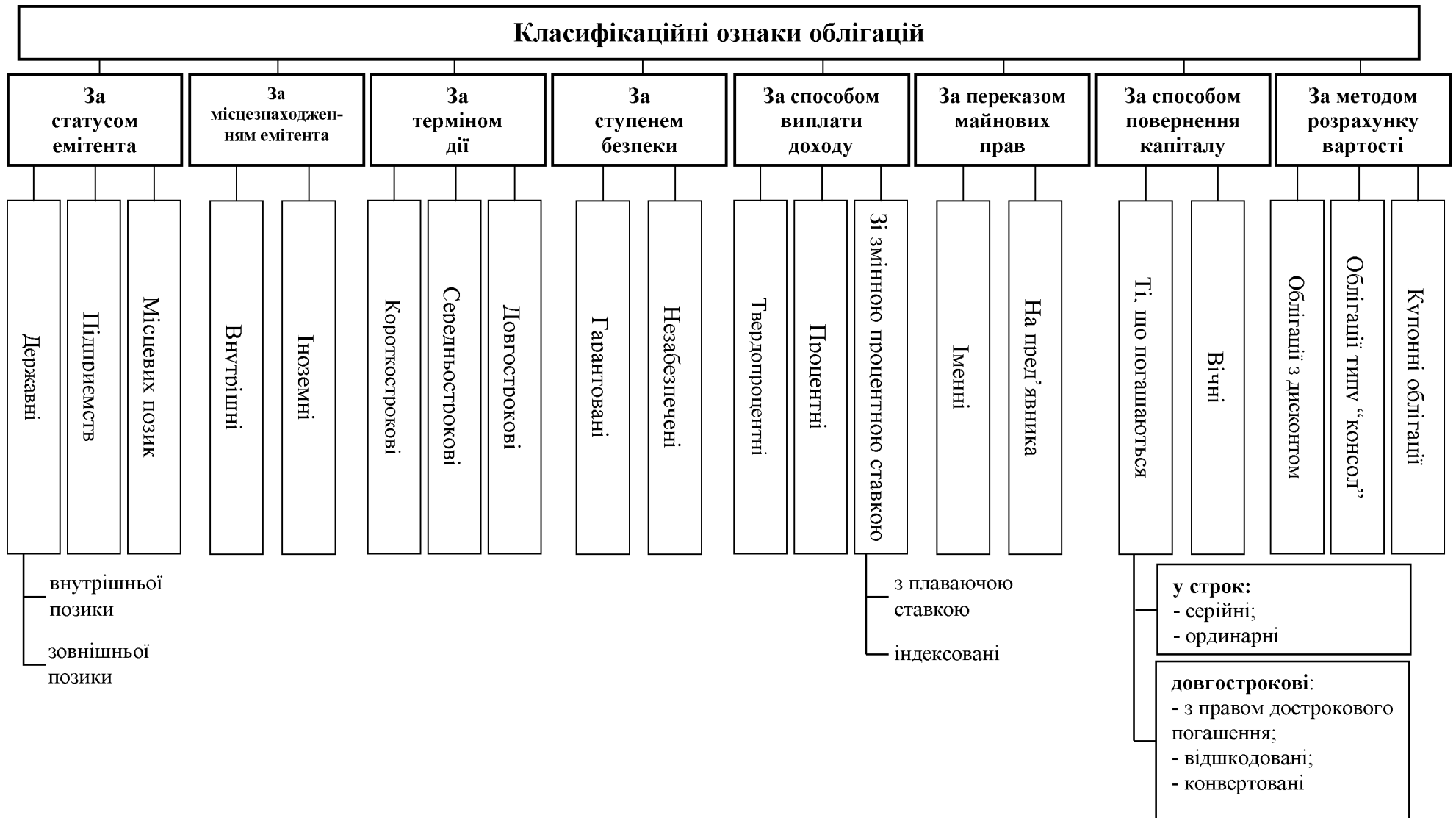


Рис. Б.1. Класифікація облігацій за ознаками

Додаток В

Таблиця В.1

Нормативи структурних співвідношень активів і резервів СК ¹

№	Активи, представлені для покриття страхових резервів	Частка в портфелі не більше
1	Банківський вклад (депозит) в кожному банку	30%
2	ЦП, що передбачають одержання доходів	40%
2.1	Акції, які не котируються на фондовій біржі	15%
2.1*	Акції одного емітента	2%
2.2	Акції одного емітента, які котируються на фондовій біржі	5%
2.3	Облігації підприємств	5%
2.3*	Облігації одного підприємства	2%
3	Нерухоме майно	10%
4	Права вимоги до перестраховиків	50%

¹Примітка. Складено відповідно до [43, 95]

Таблиця В.2

Вимоги щодо складу та структури активів ІСІ ¹

№ п/п	Склад активів	ІСІ	
		Частка в портфелі диверсифікованого ІСІ не більше	Частка в портфелі недиверсифікованого ІСІ не більше
1	Грошові кошти, банківські депозитні рахунки, ощадні сертифікати та облігації КБ	30%	30%
1.1	Векселі та ощадні сертифікати	10%	30%
2	ЦП одного емітента	5%	5%
3	Державні ЦП	25%	25%
4	ЦП органів місцевого самоврядування	10%	10%
5	Облігації підприємств України	20%	20%
6	Акції українських емітентів	40%	40%
7	ЦП, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав	20%	20%
8	Акції та облігації іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав	20%	20%
9	ЦП, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави	10%	10%
10	Інші активи, дозволені законодавством України	5%	5%

¹Примітка. Складено відповідно до [39, 130]

Продовження додатку В

Таблиця В.3

**Загальні обмеження інвестиційної діяльності
з пенсійними активами НПФ ¹**

№ п/п	Склад активів	Частка у портфелі не більше
1	Банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати КБ	40%
1*	Зобов'язання в одному КБ	10%
2	ЦП одного емітента (крім ЦП, погашення та отримання доходу за якими гарантовано КМУ)	5%
3	ЦП, доходи за якими гарантовано КМУ	50%
4	ЦП, доходи за якими гарантовано Радою міністрів АР Крим, та облігації місцевих позик	20%
5	Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	40%
6	Акції українських емітентів	40%
7	ЦП іноземних емітентів	20%
8	Іпотечні ЦП	40%
9	Об'єкти нерухомості	10%
10	Банківські метали	10%
11	Інші активи, не заборонені законодавством України	5%

¹ Примітка. Складено відповідно до [41]

Додаток Д

Таблиця Д.1.

Обсяг виконаних угод за видами ЦП, млн грн ¹

	1999 р.	Пит. вага (%)	2000 р.	Пит. вага (%)	2001 р.	Пит. вага (%)	2002 р.	Пит. вага (%)
Акції	2 676,0	16,02	11543,3	29,42	19361,1	28,40	34244,2	31,54
Векселі	11556,5	69,19	21815,3	55,59	30102,0	44,15	50211,3	46,24
Депозитні сертифікати НБУ	263,5	1,58	253,5	0,65	2 624,3	3,85	102,0	0,09
Деривативи	—	—	17,8	0,04	100,4	0,15	192,6	0,18
Інвестиційні сертифікати	118,0	0,71	371,3	0,95	597,2	0,88	315,8	0,29
Облігації державні внутрішні	1 917,0	11,48	1 597,5	4,07	9 772,8	14,33	9137,3	8,41
Облігації державні зовнішні	0,0	0,00	952,1	2,43	27,2	0,04	257,4	0,24
Облігації місцевих позик	11,8	0,07	1,8	0,00	0,0	0,00	0,5	0,00
Облігації підприємств	25,5	0,15	220,1	0,56	889,5	1,30	2161,2	1,99
Ощадні сертифікати	134,0	0,80	2 468,8	6,29	4 706,5	6,90	11411,6	10,51
Казначейські зобов'язання	—	—	—	—	—	—	556,1	0,51
Усього	16702,3	100,00	39241,5	100,00	68 181,0	100,00	108590,0	100,00

¹ Примітка. Складено і розраховано за даними ДКЦПФР

Додаток Е

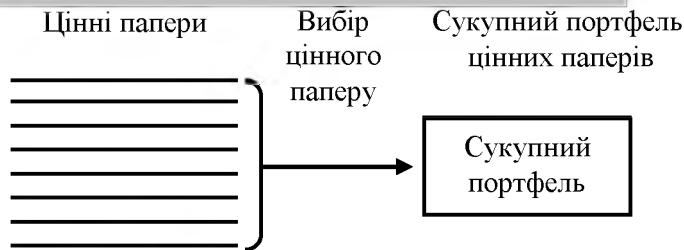
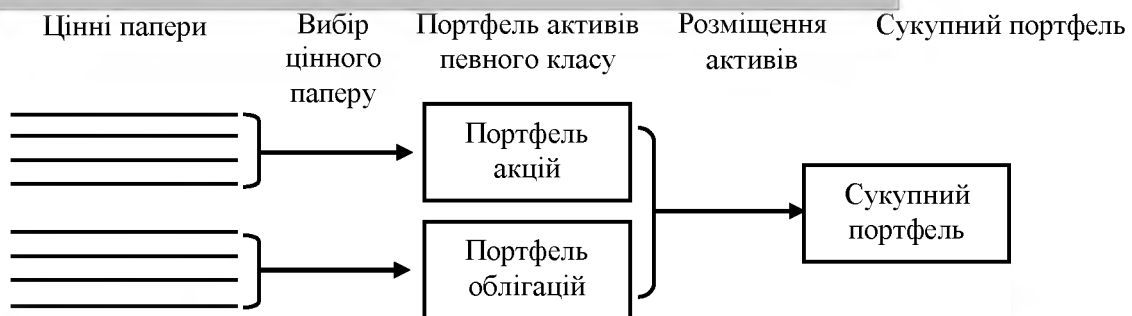
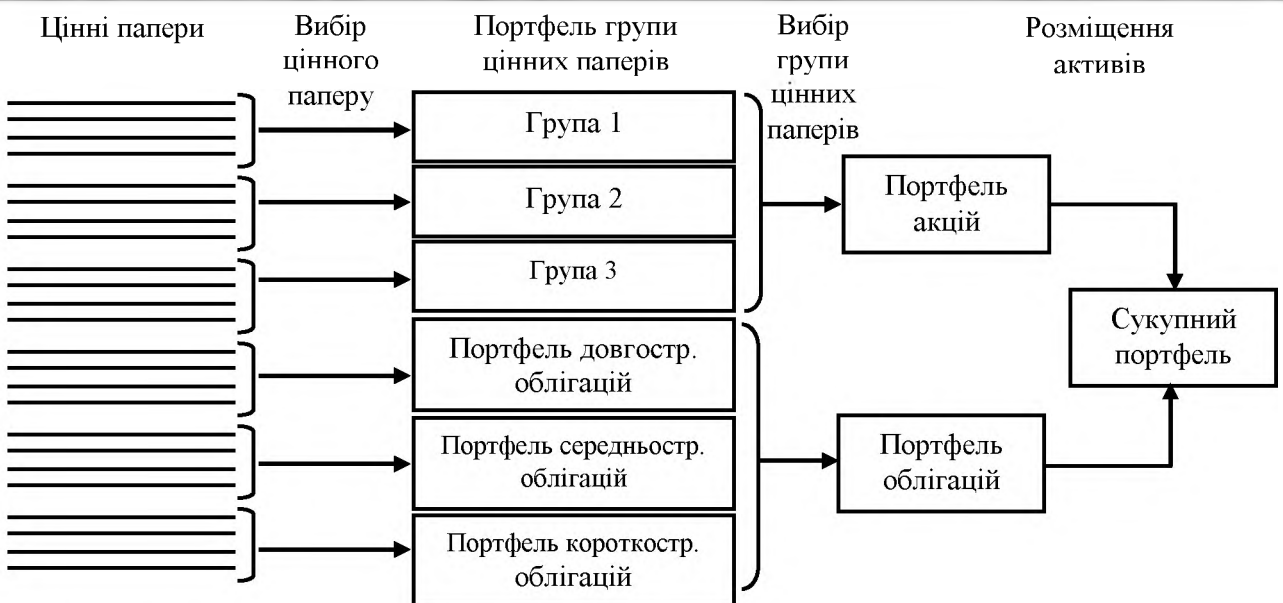
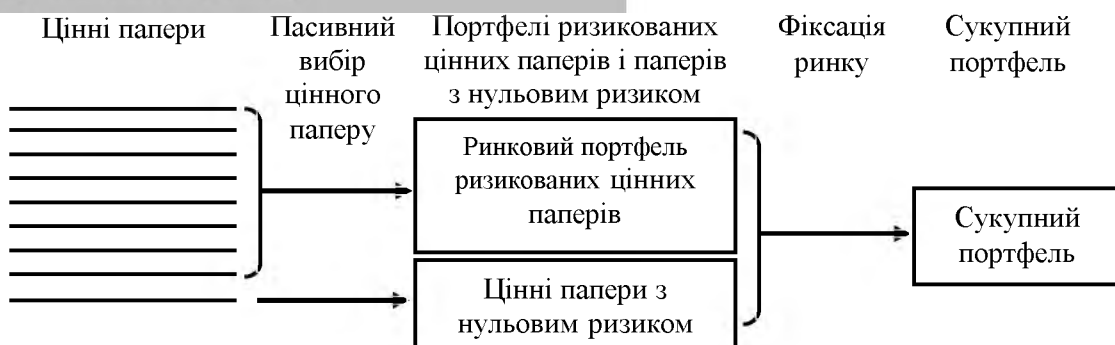
а) Вибір цінного паперу**б) Вибір цінного паперу розміщення активів****в) Вибір цінного паперу, вибір групи цінних паперів і розміщення активів****г) Фіксація ринку**

Рис. Е.1. Інвестиційні стилі [173, с.857]

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Розподіл активів комерційних банків на групи ризику ¹

Вага ризику, %	Приклад активів
0	Готівкові кошти, кошти в НБУ Боргові ЦП центральних органів виконавчої влади, що рефінансуються та емітовані НБУ Боргові ЦП центральних органів виконавчої влади у портфелі КБ на продаж та на інвестиції
0	Боргові ЦП місцевих органів виконавчої влади, що рефінансуються та емітовані НБУ Боргові ЦП місцевих органів виконавчої влади в портфелі КБ на продаж та на інвестиції Кошти до запитання, що розміщені в КБ, який має офіційний кредитний рейтинг не нижче, ніж інвестиційний клас Депозити овернайт, що розміщені в КБ, який має офіційний кредитний рейтинг не нижче, ніж інвестиційний клас Інші короткострокові депозити, що розміщені в КБ, який має офіційний кредитний рейтинг не нижче, ніж інвестиційний клас
50	Кошти до запитання в інших банках, що не належать до інвестиційного класу Депозити овернайт, які розміщені в інших банках, що не належать до інвестиційного класу Гарантовані депозити в інших банках (покриті)
100	Акції та ЦП з нефіксованим прибутком у портфелі КБ на продаж та інвестиції Боргові ЦП, випущені фінансовими (небанківськими) установами та нефінансовими підприємствами, у портфелі КБ на продаж та інвестиції Нараховані доходи за акціями та борговими ЦП в портфелі КБ на продаж та інвестиції Прострочені нараховані доходи за борговими ЦП в портфелі банку на продаж та інвестиції ЦП до одержання за операціями андеррайтингу Сумнівні вимоги за операціями з фінансовими інструментами, крім інструментів валютного обміну Короткострокові депозити, що розміщені в інших банках, що не належать до інвестиційного класу Довгострокові депозити, що розміщені в інших банках Гарантійні депозити в інших банках (непокриті) Комерційні кредити

¹ Примітка. Складено за даними [115]

Додаток З

Таблиця 3.1

**Додатковий процент коригування розрахункової ринкової вартості
груп ЦП ¹**

Клас емітента	Характеристика емітента	Процент коригування
Клас А	Емітент не викликає жодних сумнівів з питань своєчасності та повноти погашення боргових ЦП і сплати процентів за ними, а також щодо стабільності дохідності пайових ЦП	0%
Клас Б	Емітент здатен своєчасно та повно погасити боргові ЦП, сплатити проценти, але певні внутрішні (передбачена реорганізація, зміна профілю діяльності, регіон роботи тощо) чи зовнішні фактори (загальний стан галузі основної діяльності тощо) не дозволяють віднести його до вищого класу	5%
Клас В	Емітент має претензії щодо своєчасного та повного погашення боргових та пайових ЦП, затримки сплати процентів, а також значного скорочення рівня дохідності пайових ЦП	20%
Клас Г	Емітент не в змозі в строк погасити боргові ЦП або емітент, щодо якого банк не може розраховувати на повернення суми внеску до статутного капіталу в разі його реорганізації	50%
Клас Д	Емітент, подальше існування якого неприпустиме, а придбані боргові ЦП практично неможливо погасити на час проведення класифікації (однак можна буде погасити за рішенням арбітражного суду або після санації) або емітент пайових ЦП, за якими КБ може не тільки не повернути свою частку в статутному капіталі, але й виступити правонаступником деяких боргових зобов'язань	100%

¹Примітка. Складено за даними [117]

Додаток И

Таблиця И.1

Основні макроекономічні показники і показники діяльності банківської системи в Україні у 1997-2002 рр.¹

Показники	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ВВП, млн грн						
Номінальний	93365	102593	130442	170070	204190	220556
Реальний, у %пп ²	97,0	98,1	99,8	105,9	109,2	104,6
Дефіцит бюджету, % ВВП	6,6	2,2	1,5	-0,6	0,3	-0,8
Індекси виробництва пром. продукції, у %пп	99,7	99,0	104,0	113,2	114,2	107,0
Індекси виробництва продукції сільського господарства, у %пп	98,2	90,4	93,1	108,9	110,2	101,9
Інвестиції в основний капітал, у %пп	91,2	106,1	100,4	114,4	120,8	103,8
Роздрібний товарооборот, у %пп	101,9	94,5	95,9	106,4	114,5	116,1
Доходи населення, у %пп	106,3	98,4	92,0	109,9	109,6	121,2
Реальна заробітна плата, у %пп	96,6	96,2	91,1	99,1	119,3	118,2
Емісія готівки, %пп	153	117	133	135	151	-
Грошова маса (М3), %пп	134	125	141	145	142	142
Відсоткові ставки КБ у національній валюті, %						
за кредитами	49,1	54,5	53,4	40,3	31,9	24,8
за депозитами	18,2	22,3	20,7	13,5	11,2	
Кошти підприємств, організацій та населення в КБ, %пп	124	130	147	153	137	147
Вклади населення:						
у нац. валюті, %пп.	170	113	119	153	192	178
у ін. валюті, %пп	248	185	167	154	144	161
Первинний ринок державних ЦП						
обсяги продажу, тис. шт.	105088	117153	46847	20389	12711	2948
сума коштів, залучених до бюджету, млн грн	8322	8164	3842	1892	1190	2849
Чистий прибуток (- збиток) КБ, млн грн	1114	449	513	-30	530	747

Примітки:

¹ За даними [16]² %пп – проценти до попереднього періоду

Додаток К

Таблиця К.1

Структура активів груп КБ України у 1998-2002 рр., тис. грн¹

Група КБ	Кількість КБ	Загальні активи	Високо-ліквідні активи	Кредитний портфель	Вкладення в ЦП	Кошти суб'єктів господарювання і вклади фізичних осіб
1. Найбільші КБ						
01.01.99	7	11 338 405	2 050 508	5 239 830	956 673	5 311 393
01.01.00	7	12 558 093	1 927 454	5 832 857	1 020 608	7 167 829
01.01.01	8	19 078 262	3 183 235	8 812 506	988 285	11 174 323
01.01.02	8	25 390 742	3 383 100	15 025 166	3 417 753	14 812 274
01.01.03	10	36 641 659	4 444 326	24 706 084	3 180 110	23 190 223
2. Великі КБ						
01.01.99	24	6 079 505	1 565 979	2 488 673	509 836	1 765 544
01.01.00	38	9 118 173	1 096 737	3 489 195	496 787	3 916 757
01.01.01	52	13 121 558	1 521 503	6 635 976	616 583	6 264 302
01.01.02	12	8 643 349	1 572 783	5 762 839	321 532	4 238 695
01.01.03	12	9 972 258	1 250 568	7 359 202	460 751	5 606 662
3. Середні КБ						
01.01.99	104	3 735 570	1 283 797	1 321 686	410 641	1 466 074
01.01.00	108	4 017 469	501 644	1 590 586	359 829	1 473 360
01.01.01	44	3 257 003	372 236	1 424 139	204 906	1 322 564
01.01.02	35	9 262 504	1 637 940	6 419 245	331 985	4 466 955
01.01.03	34	11 764 051	1 993 642	8 227 886	341 839	5 912 120
4. Малі КБ						
01.01.99	45	275 465	48 900	126 793	34 231	55 830
01.01.00	11	66 609	6 730	28 967	10 121	9 762
01.01.01	50	1 520 662	171 363	727 276	115 517	339 339
01.01.02	97	7 095 142	1 117 195	4 655 399	318 605	2 446 413
01.01.03	101	9 395 550	1 354 894	6 442 425	419 255	4 086 280
Усього по КБ						
01.01.99	180	21 428 944	4 949 183	9 179 147	1 911 380	8 598 841
01.01.00	164	25 806 236	3 047 463	10 941 658	1 897 023	12 567 728
01.01.01	154	36 979 494	5 248 328	17 599 897	1 925 372	19 100 528
01.01.02	152	50 391 737	7 711 017	31 862 649	4 389 875	25 964 337
01.01.03	157	67 773 519	9 043 430	46 735 598	4 401 955	38 795 286

¹Примітка. Складено за даними [145-149]

Додаток Л

Таблиця Л.1

Цінні папери та пайова участь банків у 1998 - 2002 рр.¹

Показники	1998		1999		2000		2001		2002	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. ЦП у портфелі КБ на продаж та інвестиції	1661	100,00	1723	100,00	1997	100,00	4198	100,00	4220,8	100,00
<i>1.1. Боргові ЦП в портфелі КБ</i>	174	10,48	588	34,13	850	42,56	632	15,05	1222,6	28,97
<i>Боргові ЦП в портфелі на продаж</i>	76	4,58	325	18,86	362	18,13	429	10,22	834,8	19,78
<i>у національній валюті</i>	76	4,58	304	17,64	361	18,08	429	10,22	808,5	19,16
<i>у іноземній валюті</i>	-	-	21	1,22	1	0,05	-	-	26,3	0,62
<i>Боргові ЦП в портфелі на інвестиції</i>	99	5,96	264	15,32	488	24,44	203	4,84	387,8	9,19
<i>у національній валюті</i>	99	5,96	233	13,52	453	22,68	172	4,10	368,5	8,73
<i>у іноземній валюті</i>	-	-	31	1,80	35	1,75	30	0,71	19,3	0,46
<i>1.2. Акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком</i>	199	11,98	326	18,92	592	29,64	591	14,08	683,8	16,20
<i>Акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком на продаж</i>	105	6,32	159	9,23	155	7,76	178	4,24	223	5,28
<i>у національній валюті</i>	104	6,26	158	9,17	148	7,41	171	4,07	223	5,28
<i>у іноземній валюті</i>	1	0,06	1	0,03	7	0,35	7	0,17	-	-
<i>Акції та інші ЦП з нефіксованим прибутком на інвестиції</i>	94	5,66	167	9,69	438	21,93	413	9,84	460,8	10,92
<i>у національній валюті</i>	94	5,66	167	9,69	436	21,83	413	9,84	460,8	10,98
<i>у іноземній валюті</i>	-	-	-	-	1	0,05	-	-	-	-
<i>1.3. Казначейські та інші ЦП, що рефінансуються НБУ</i>	1288	77,54	799	46,37	553	27,69	1125	26,80	2314,4	54,83
<i>Казначейські та інші ЦП, що рефінансуються НБУ на продаж</i>	485	29,20	128	7,43	152	7,61	799	19,03	444,4	10,53
<i>у національній валюті</i>	485	29,20	52	3,02	79	3,96	751	17,89	412,6	9,78
<i>у іноземній валюті</i>	-	-	75	4,35	74	3,71	48	1,14	31,7	0,75
<i>Казначейські та інші ЦП, що рефінансуються НБУ на інвестиції</i>	803	48,34	671	38,94	400	20,03	326	7,77	1870,1	44,31
<i>у національній валюті</i>	803	48,34	596	34,59	387	19,38	311	7,41	1830,2	43,36
<i>у іноземній валюті</i>	-	-	74	4,29	13	0,65	16	0,38	39,9	0,95

Продовження таблиці Л.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.4. Боргові ЦП, емітовані НБУ	-	-	10	0,58	2	0,10	1850	44,07	-	-
<i>Боргові ЦП, емітовані НБУ на продаж</i>	-	-	10	0,58	2	0,10	1790	42,64	-	-
у національній валюті	-	-	10	0,58	2	0,10	1790	42,64	-	-
у іноземній валюті	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Боргові ЦП, емітовані НБУ на інвестиції</i>	-	-	-	-	-	-	60	1,43	-	-
у національній валюті	-	-	-	-	-	-	60	1,43	-	-
у іноземній валюті	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Портфель пайової участі банків	47	100,00	88	100,00	137	100,00	149	100,00	130,9	100,00
<i>Вкладення в асоційовані компанії</i>	30	63,83	63	71,60	93	67,88	110	73,83	88	67,23
у національній валюті	29	61,70	63	71,60	93	67,88	110	73,83	88	67,23
у іноземній валюті	1	2,13	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Вкладення у дочірні компанії</i>	17	36,17	25	28,40	44	32,12	39	26,17	43	32,77
у національній валюті	17	36,17	25	28,40	44	32,12	39	26,17	43	32,7766
у іноземній валюті	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

¹ Примітка. Складено і розраховано за даними НБУ

Додаток М

Таблиця М.1

Обсяги торгів ЦП комерційними банками в 2002 році ¹

Банк	Всього	Акції		Векселі		Деривативи		Інвестиційні сертифікати		Казначейські зобов'язання		Державні облігації		Корпоративні облігації		Ощадні сертифікати	
		тис. грн	%	тис. грн	%	тис. грн	%	тис. грн	%	тис. грн	%	тис. грн	%	тис. грн	%	тис. грн	%
“АВАЛБ”	3887051,8	9876,6	0,25	127904,58	3,3	-	-	-	-	-	-	3513800,3	90,4	135470,3	3,5	100000,0	2,6
ОПЦАДБАНК	2368168,3	254,3	0,01	151,9	0,01	-	-	-	-	252140,2	10,6	2013564,7	85,02	2057,2	0,01	-	-
УКРСОЦБАНК	2259121,3	253087,9	11,2	485185,3	21,5	1,0	0,00	0,02	0,00	-	-	1354538,4	60,0	50483,4	2,2	115825,6	5,1
ПРИВАТБАНК	2171307,8	568838,2	26,2	1283270,4	59,1	-	-	-	-	-	-	300418,5	13,8	18780,7	0,9	-	-
ПРОМЕКОНОМ- БАНК	1961545,0	1838630,8	93,7	122914,2	6,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
РАЙФФАЙЗЕН- БАНК УКРАЇНА	1239129,5	-	-	75649,5	6,1	-	-	-	-	-	-	40988,8	3,3	23914,6	1,9	1098576,7	88,7
КРЕДИТПРОМ- БАНК	1199076,7	18303,03	1,5	1180773,7	98,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
“ПІВДЕННИЙ”	1059919,4	22232,72	2,1	1034291,1	97,6	-	-	-	-	-	-	-	-	3395,6	0,3	-	-
ПУМБ	1001296,9	5904,7	0,6	84727,3	8,5	-	-	-	-	-	-	757712,4	75,7	152952,4	15,3	-	-
НОВИЙ	891924,6	2446,3	0,3	889478,4	99,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
УКРСІББАНК	883601,8	90832,0	10,3	340934,2	38,6	11,0	0,00	-	-	-	-	45707,8	5,2	406117,4	46,0	-	-
УКРГАЗПРОМ- БАНК	718221,7	2748,7	0,4	715473,1	99,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ІНДУСТРІАЛ- БАНК	584156,0	12132,3	2,1	563759,2	96,5	-	-	-	-	-	-	-	-	8264,5	1,4	-	-
ПЕРКОМБАНК	566887,6	26288,7	4,6	56305,4	9,9	-	-	-	-	98854,5	17,4	-	-	-	-	385439,1	68,0
“ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ”	524385,1	37521,9	7,2	485523,4	92,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1339,8	0,2
УКРЕКСІМБАНК	514684,8	7481,2	1,4	165854,3	32,2	-	-	-	-	-	-	279307,0	54,3	62042,4	12,05	-	-
НАДРА	462302,8	7896,4	1,7	397973,0	86,1	-	-	7315,0	1,6	-	-	48101,0	10,4	1017,4	0,2	-	-
ПІБ	453740,6	2373,7	0,5	401575,9	88,5	-	-	-	-	-	-	49791,0	11,0	-	-	-	-
БРОКБІЗНЕС- БАНК	439413,3	288090,0	65,6	129879,5	29,6	-	-	-	-	-	-	15041,0	3,4	6402,9	1,5	-	-
УКРАНСЬКИЙ ПРОФЕСІЙНИЙ БАНК	408490,7	734,2	0,2	407756,5	98,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
УКРАЇНСЬКИЙ КРЕДИТНИЙ БАНК	400085,6	16,8	0,00	369367,1	92,3	-	-	-	-	-	-	-	-	899,0	0,2	29802,7	0,5
ДІАМАНТ	394297,6	-	-	394297,6	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
АВТОАЗБАНК	393648,1	56902,4	14,5	334640,6	85,0	-	-	879,4	0,2	-	-	-	-	1225,6	0,3	-	-
БІГ ЕНЕРГІЯ	390399,9	158451,6	40,6	185332,3	47,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	46616,1	11,9
ВАБАНК	294233,9	35021,0	12,0	51181,2	17,4	-	-	-	-	-	-	65087,2	22,1	134588,4	45,7	8355,9	2,8
АЛЬФА-БАНК	264940,0	192354,1	72,6	21806,3	8,2	-	-	-	-	-	-	-	-	50779,6	19,2	-	-
“НРБ-УКРАЇНА”	251649,2	110920,0	44,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	140729,2	55,9	-	-
ПОЛТАВА-БАНК	243607,2	9443,31	3,9	234163,9	96,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
КРЕДИТ-ДНІПРО	225920,9	90278,0	40,0	125643,0	55,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10000,0	4,4
ПРЕМ'ЄРБАНК	224978,2	8249,8	3,7	216728,4	96,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

¹ Примітка. Складено і розраховано за даними [161]

Додаток Н

Таблиця Н.1

Максимально допустима частка інвестицій у країнах ОЕСР, % [193]

I – компанії загального страхування, крім страхування життя;

II – компанії із страхування життя

Країна	Місцеві акції, що котируються на фондовому ринку		Місцеві акції, що не котируються на фондовому ринку		Іноземні акції		Іноземні облігації та інші ЦП		Нерухомість		Позички під заставу		Інші позички і кредити	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Австралія	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Австрія	30	30	5	5	39	30	-	-	30	30	-	-	0	0
Бельгія	-	-	10	10	10(2)	10(2)	10(3)	10(3)	10(4)	10(4)	-	-	5(5)	5(5)
Канада	25	5-25	25	5-25	0	5-25	0	-	10	5-25	-	-	5	5
Данія	40	40	10	10	40a	40a	-	-	-	-	-	-	10	10
Фінляндія	20	20	0	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-
Франція	65	65	65	65	65	65	-	-	40	40	10	10	10	10
Німеччина	30	30	10	10	6	6	5	5	25	25	50	50	50	50
Греція	30	30	30	30	30	30	-	-	40	50	10	10	10	10
Ісландія	40	40	10	10	40	40	10	10	-	-	-	-	10	10
Ірландія	50-60	55	20	25	50-60	55	-	-	60	25	15-30	10	15-30	45
Італія	20	20	20	20	10	20	30	50	35	50	20	50	0	0
Японія	30	30	30	30	30	30	30	30	20	20	55	50	55	55
Люксембург	10	10	5	5	5	5	10	10	40	40	10	10	0	0
Мексика	30	30	30	30	30	30	30	30	40	40	40	40	40	40
Нідерланди	-	-	10	10	-	-	-	-	-	-	10	10	5	8
Норвегія	20	20	20	20	20	20	30	30	30	30	30	30	30	30
Португалія	25	25	10	10	25	25	60	60	35	45	10	25	10	25
Іспанія	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Швеція	25	25	25	25	25	25	-	-	25	25	25	25	10	10
Швейцарія	30	30	30	30	25	25	20	20	-	-	-	-	0	0
Туреччина	-	-	10	10	-	-	-	-	20	20	20	20	20	20
Великобританія	-	-	10	10	-	-	-	-	-	-	10	10	10	10
США (Нью-Джерсі)	-	15	-	15	b	c	d	c	5	10	40	60	-	-
США (Делавер)	40	-	40	-	5	5	5	5	25	25	50	50	-	-

a – для акцій, що не котируються, не більше 10%;

b – частка інвестицій, що не повинна перевищувати частку, встановлену для аналогічних іноземних інвестицій в інших країнах;

c – 5% в цілому; 2% в інших країнах, за виключенням кваліфікованих зарубіжних інвестицій, визначених статусом даної компанії;

(2) – тільки акції, що не котируються на фондовій біржі;

(3) – тільки державні або приватні облігації;

(4) – інвестиції в один об'єкт нерухомості;

(5) – 5% максимальна сума інвестицій в цілому і 1% для вкладень в одну позичку.

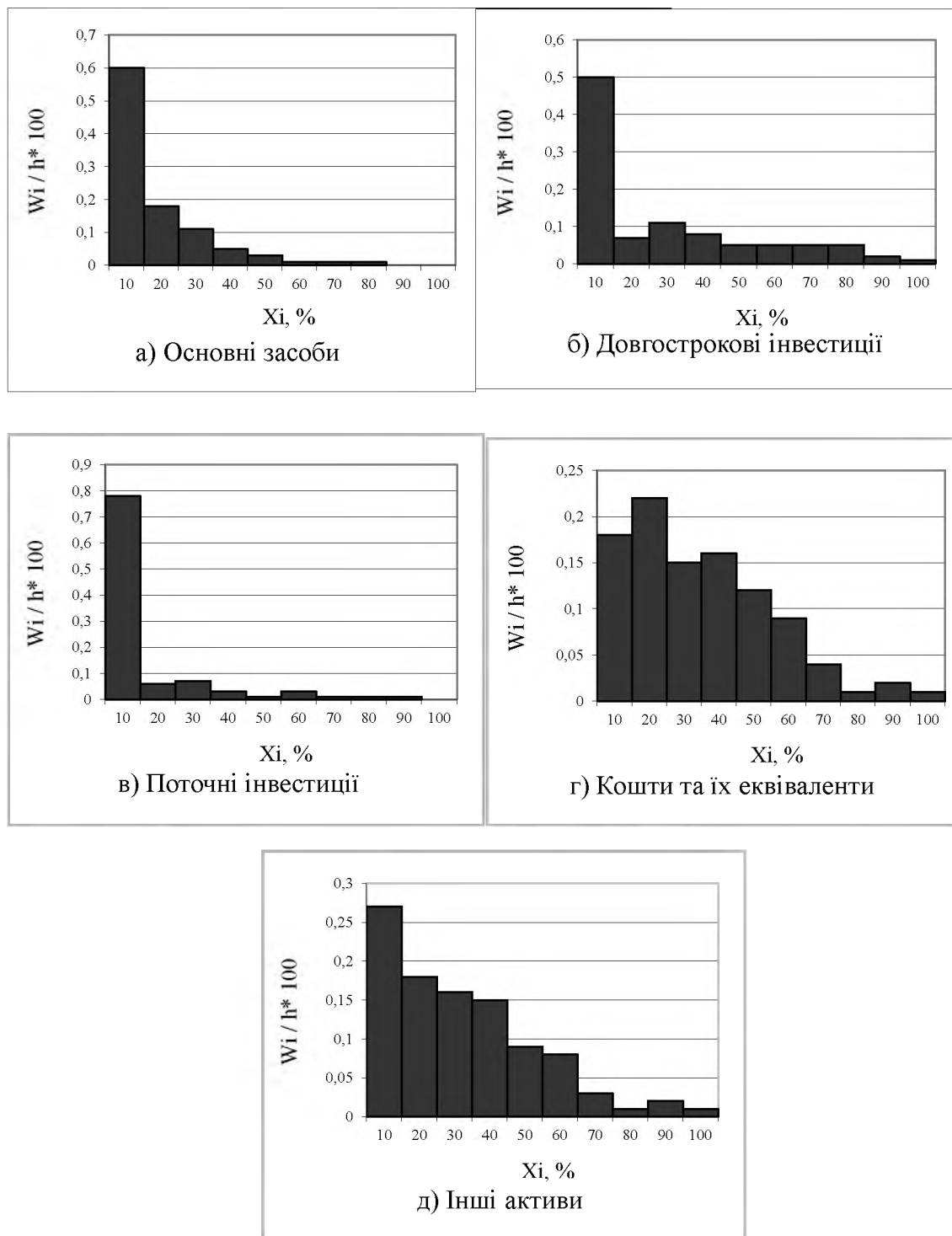


Рис. П.1. Гістограми щільності відносних частот розподілу активів страхових компаній станом на 01.01.03

Продовження додатку П

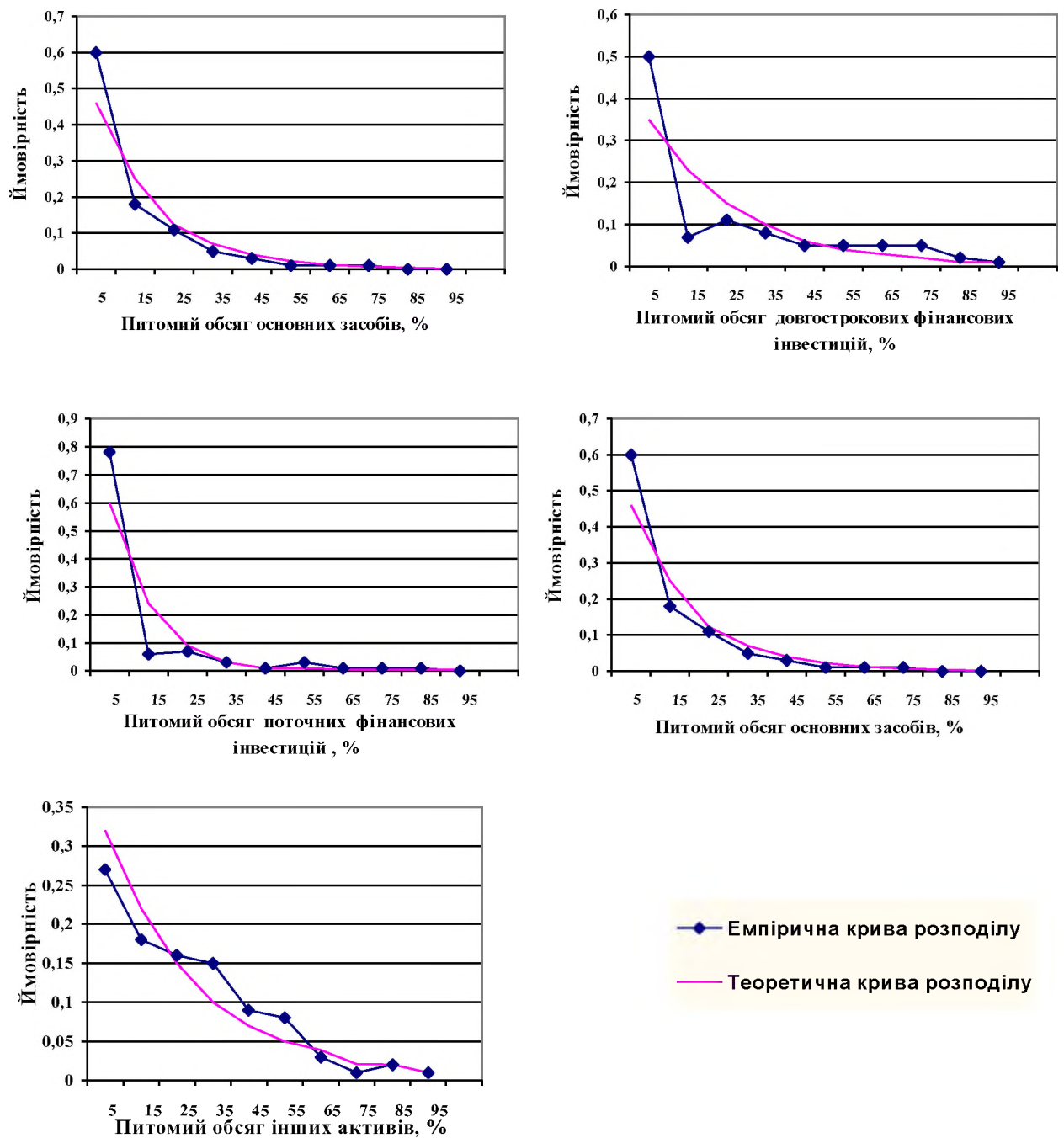


Рис. П.2. Полігон відносних частот і функції розподілу питомої ваги активів страхових компаній у 2002 р.

Додаток Р

Таблиця Р.1

Структура технічних резервів у 2000-2002 р.

Категорії активів, визначені ст. 31 ЗУ “Про страхування” для представлення страхових резервів	2000 р.		2001 р.		2002 р.	
	Технічні резерви	% від заг. обсягу технічн. резервів	Технічні резерви	% від заг. обсягу технічн. резервів	Технічні резерви	% від заг. обсягу технічн. резервів
Всього (млн грн), у т. ч.:	939 060,0	100,0	1 166 246,8	100,0	1 873 316,1	100,0
1) грошові кошти на поточних рахунках	293 556,6	31,3	419 297,4	35,9	861 910,7	46,0
2) банківські вклади (депозити)	239 705,1	25,5	287 890,46	24,6	451 195,9	24,1
3) банківські метали	-	-	-	-	960,3	0,05
4) нерухоме майно	40 189,9	4,3	58 485,82	5,0	51 005,7	2,7
5) акції, облігації	102 389,3	10,9	89 604,15	7,7	187 117,8	10,0
6) ЦП, що емітуються державою	9 376,2	1,0	40 298,57	3,4	5 392,2	0,3
7) права вимоги до перестраховиків	253 601,2	27,0	272 246,61	23,3	315 252,0	16,8
8) інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними КМУ	-	-	-	-	0,0	0,0
9) готівка в касі	242,7	0,03	423,80	0,04	481,4	0,03

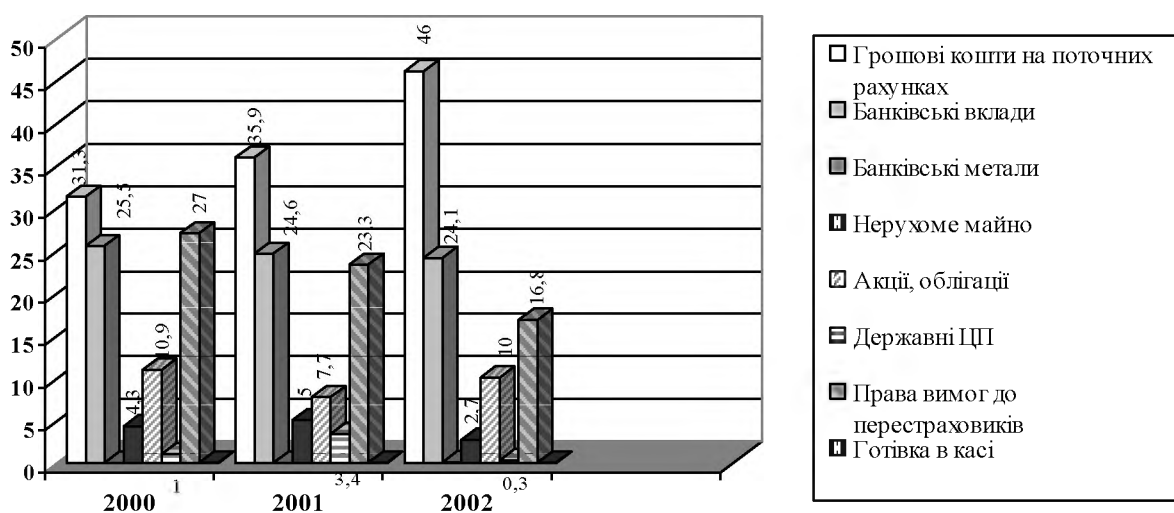


Рис. Р.1. Структура активів, якими представлено сформовані технічні резерви у 2000-2002 рр., %

Додаток С

Таблиця С.1

Структура резервів із страхування життя у 2000-2002 рр.

Категорії активів, визначені ст. 31 ЗУ “Про страхування” для представлення страхових резервів	2000 р.		2001 р.		2002 р.	
	Резерви із страхування життя	% від заг. обсягу резервів із страхування життя	Резерви із страхування життя	% від заг. обсягу резервів із страхування життя	Резерви із страхування життя	% від заг. обсягу резервів із страхування життя
Всього (млн грн), у т. ч.:	20 357,00	100,0	15 971,80	100,0	24 927,30	100,0
1) грошові кошти на поточних рахунках	507,06	2,49	1 606,06	10,06	741,16	2,97
2) банківські вклади (депозити)	1 538,21	7,56	1 549,15	9,70	11 096,30	44,51
3) банківські метали	-	-	-	-	0,95	0,00
4) нерухоме майно	8 750,10	42,98	2 483,04	15,55	1 635,25	6,56
5) акції, облігації	-	39,75	7 272,64	45,53	5 651,97	22,67
6) ЦП, що емітуються державою	243,91	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
7) права вимоги до перестраховиків	1 187,62	5,83	3 059,42	19,16	5 800,44	23,27
8) інвестиції в економіку України за напрямками, визначеними КМУ	-	-	-	-	-	-
9) готівка в касі	39,18	0,19	1,49	0,01	1,23	0,00

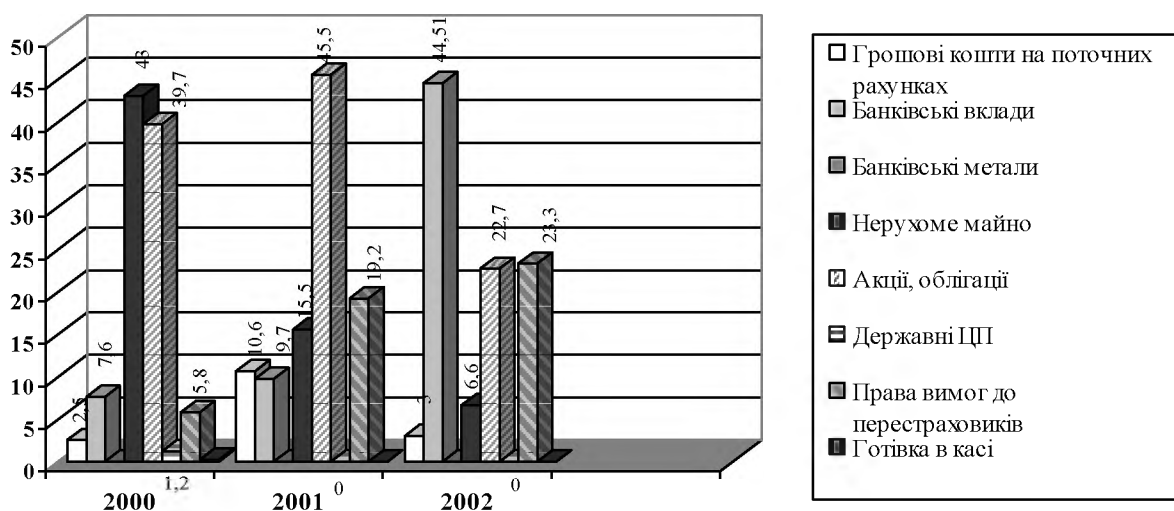


Рис. С.1. Структура активів, якими представлено сформовані резерви із страхування життя у 2000-2002 рр., %

Додаток Т

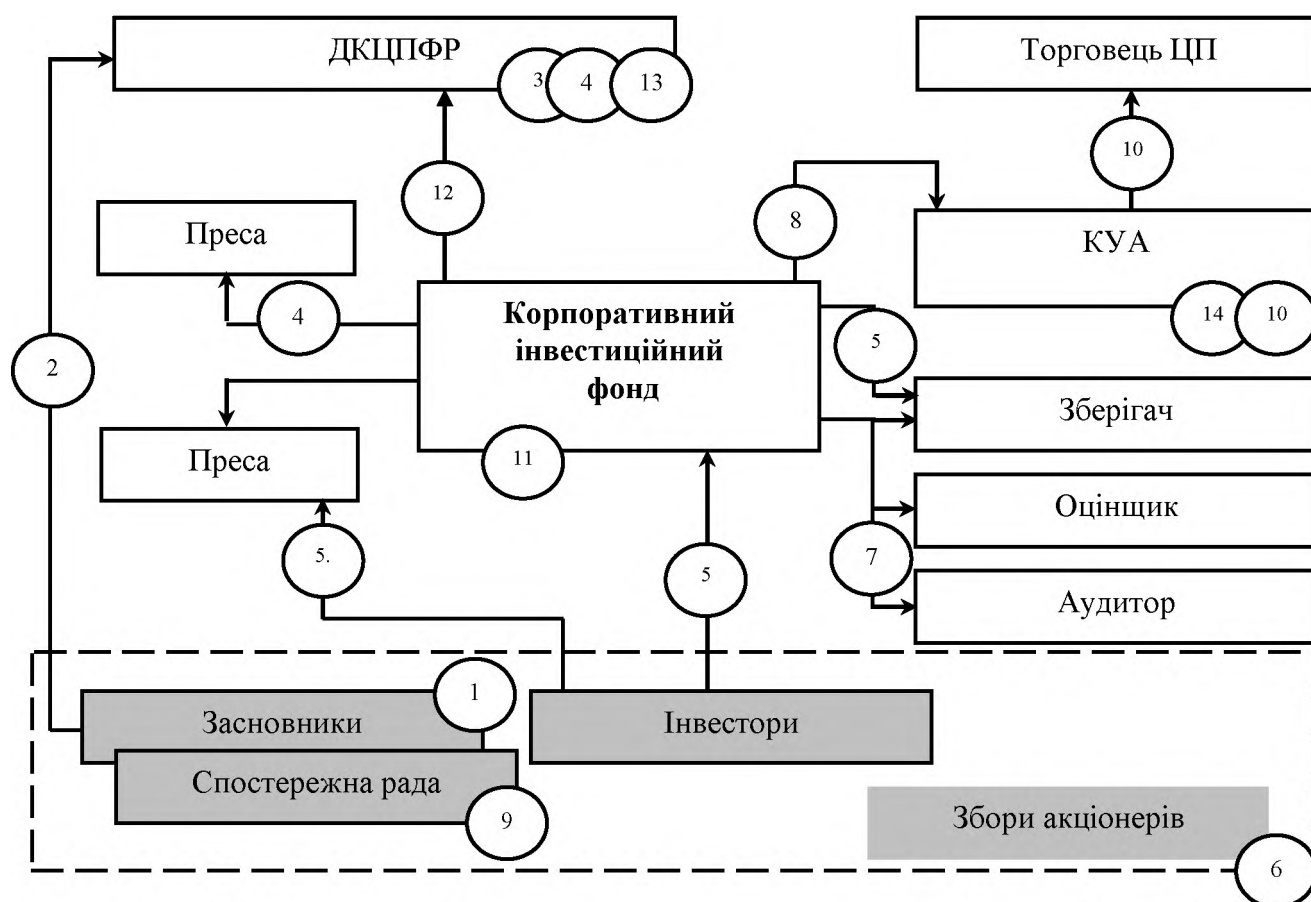
Таблиця Т.1

Активи основних інститутів і фінансових посередників ¹

Інститути	1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997	
	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %	Обсяг, млрд дол. США	Частка окре- мих інсти- тутів, %
Комерційні банки	3 315,5	37,9	3414,4	36,9	3629,5	36,0	3875,9	34,6	4150,1	35,6	4487,6	34,8	4705,3	32,0	5179,2	31,4
Кредитні спілки	247,2	2,8	240,0	2,6	264,7	2,6	281,7	2,5	293,6	2,5	310,7	2,4	330,1	2,2	354,9	2,2
Ощадні інститути	1323,0	15,2	1144,9	12,3	1060,4	10,5	1020,2	9,1	1008,6	8,6	1012,8	7,9	1031,7	7,0	1025,4	6,2
Компанії зі страхування життя	1367,4	15,6	1499,5	16,2	1609,6	16,0	1780,2	15,9	1884,1	16,3	2086,8	16,2	2271,7	15,4	2581,4	15,6
Трасти під управлінням комерційних банків	1368,7	15,7	1585,4	17,1	1791,5	17,7	2050,1	18,3	2043,2	17,5	2043,2	15,8	2684,5	18,3	2720,6	16,5
Інвестиційні компанії закритого типу	52,4	0,6	72,4	0,8	92,6	0,9	118,8	1,1	113,3	1,0	135,7	1,0	142,3	1,0	149,0	0,9
Взаємні фонди	1066,9	12,2	1305,5	14,1	1646,3	16,3	2075,4	18,5	2161,5	18,5	2820,4	21,9	3539,2	24,1	4489,7	27,2
Всього активів	8741,1	100,0	9262,1	100,0	10094,6	100,0	11202,3	100,0	11654,4	100,0	12897,2	100,0	14704,8	100,0	16500,2	100,0

¹ Примітка. Розраховано за даними [181]

Додаток У

Рис.У.1. Схема роботи корпоративного інвестиційного фонду¹¹ Примітка.

1. Проведення засновницьких зборів КІФ, розробка статуту та інших документів фонду. Оплата засновниками початкового статутного фонду (капіталу) КІФ.
2. Подача документів на реєстрацію фонду в ДКЦПФР.
3. Реєстрація фонду ДКЦПФР у реєстрі ІСІ.
4. Публікація проспекту емісії у пресі.
5. Проведення підписки на акції: подача інвесторами заявок на купівлю акцій; оплата акцій інвесторами; внесення зберігачем інвесторів у список власників акцій.
6. Проведення зборів акціонерів: вибори спостережної ради фонду; затвердження договорів із зберігачем, управляючим активами, оцінщиком, аудитором.
7. Підписання договору зберігання зі зберігачем, оцінником, аудитором.
8. Підписання договору про управління активами з компанією по управлінню активами.
9. Спостережна рада обирає голову спостережної ради (президента корпоративного фонду).
10. Управління активами фонду компанією з управління активами. Укладання договорів з торговцями ЦП.
11. Досягнення фондом встановлених ДКЦПФР нормативів для ІСІ.
12. Подача у ДКЦПФР звіту про результати розміщення акцій.
13. Прийняття ДКЦПФР рішення про відповідність ІСІ вимогам мінімального обсягу активів.
14. Початок операцій з акціями фонду на відкритому ринку (викуп/продаж акцій).

Додаток Ф

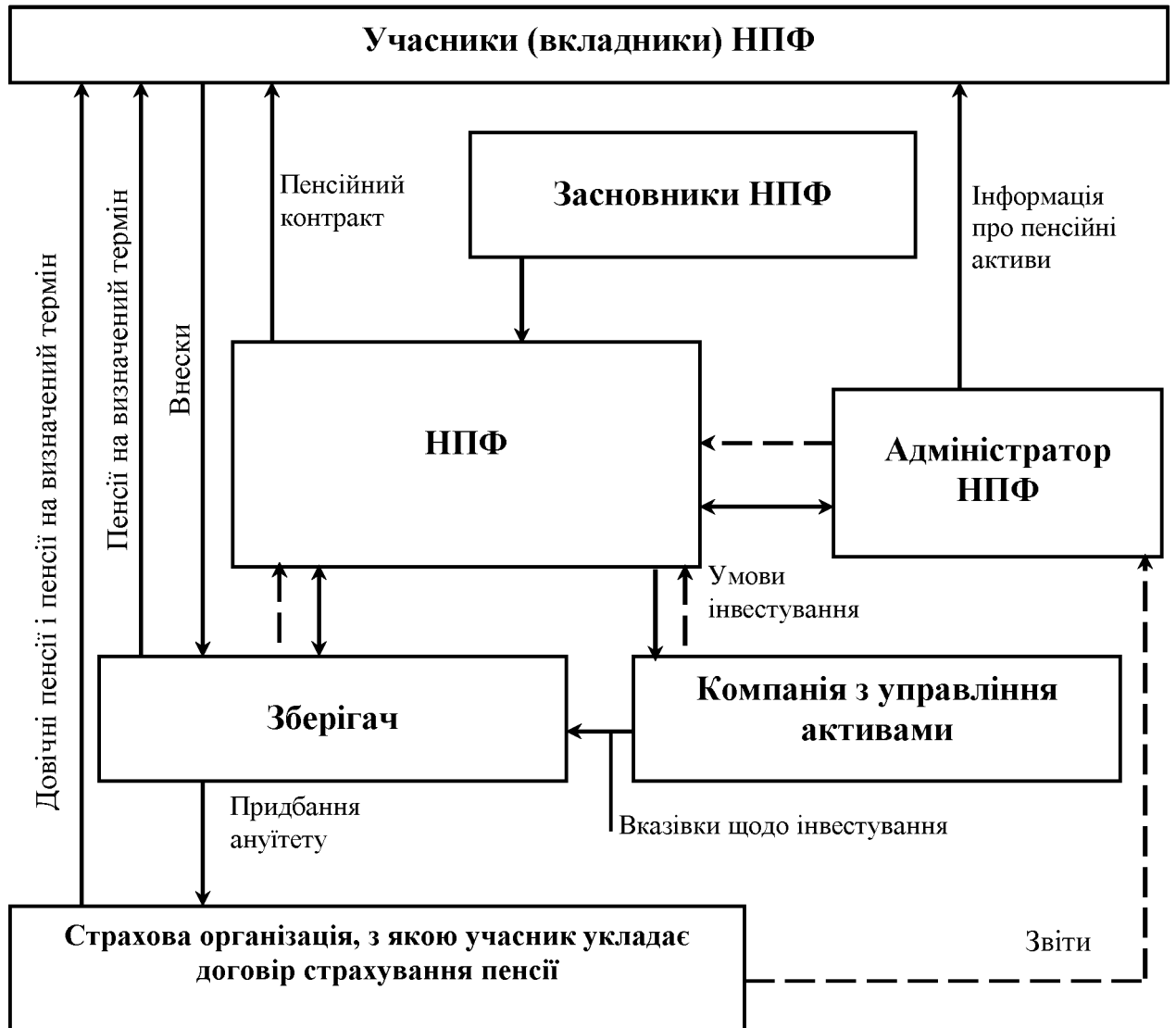


Рис.Ф.1. Пенсійне забезпечення через НПФ

Додаток Х

Таблиця Х.1

Ваги, що оцінюють ризик різних класів активів для визначення вимог до капіталу страхових компаній

Вид фінансових інструментів	Коефіцієнт
Фінансові інструменти з нульовим ризиком: - Боргові зобов'язання урядів або центральних банків країн, які входять у групу розвинутих країн, номінованих у валюті країни-емітента. - Боргові зобов'язання, номіновані у валюті країни-емітента, якщо вони повністю гарантовані або повністю забезпечені ЦП урядів або центральних банків країн, які входять у групу розвинутих країн - Боргові зобов'язання центральних банків країн, які не входять у групу розвинутих країн, мають строк, що залишився до погашення, менше 6 місяців і номіновані у валюті країни-емітента - Боргові зобов'язання, якщо вони повністю гарантовані центральними банками країн, які не входять у групу розвинутих країн, мають строк, що залишився до погашення, менше 6 місяців і номіновані у валюті країни-емітента	0,00
Фінансові інструменти з низьким ризиком (строк погашення менше 6 місяців): - Державні боргові зобов'язання, емітовані Урядом України. - Боргові зобов'язання суб'єктів господарювання і місцевих органів влади, якщо вони повністю гарантовані або повністю забезпечені Урядом України - Боргові зобов'язання урядів або центральних банків країн, які входять у групу розвинутих країн, номіновані у валюті, що відрізняється від валюти країни-емітента - Боргові зобов'язання, номіновані у валюті, що відрізняється від валюти країни-емітента, якщо вони повністю гарантовані або повністю забезпечені ЦП урядів або центральних банків країн, які входять у групу розвинутих країн - Боргові зобов'язання урядів країн, які не входять у групу розвинутих країн (незалежно від валюти у якій вони емітовані), забезпечені зобов'язаннями у валюті країни-емітента - Боргові зобов'язання центральних банків країн, які не входять у групу розвинутих країн, номінованих у валюті, що відрізняється від валюти країни-емітента - Боргові зобов'язання, емітовані або повністю забезпечені активами міжнародних банків розвитку - Боргові зобов'язання, емітовані, гарантовані, індексовані або акцептовані банком країни, які входять у групу розвинутих країн - Боргові зобов'язання, емітовані або гарантовані компанією державного сектора країни, яка входить у групу розвинутих країн - Боргові зобов'язання, емітовані компанією, котирування яких включаються у розрахунок зведених фондових індексів: All Ords – Австралія, ATX – Австрія, BEL20 – Бельгія, TSE35 – Канада, CAC40 – Франція, DAX – Німеччина, Nikkei225 – Японія, EOE25 – Нідерланди, IBEX35 – Іспанія, OMX – Швеція, SMI – Швейцарія, FTSE100 і FTSEmid-250 – Великобританія, Dow-Jones и S&P500 – США. - Боргові зобов'язання, що мають короткостроковий інвестиційний рейтинг не нижче Ваа агентства “Moody's Investors Service” або BBB агентства “Standard & Poor's Corporation” - Боргові зобов'язання, якщо вони емітовані або гарантовані компанією, акції якої класифіковані у групу фінансових інструментів “з низьким ризиком” при розрахунку спеціального фондового ризику	0,25%
Фінансові інструменти з середнім ризиком – до них відносяться фінансові інструменти з низьким ризиком за умови, що строк до погашення складає від 6 до 24 місяців	1,00%
Фінансові інструменти з високим ризиком – до них відносяться фінансові інструменти з низьким ризиком за умови, що строк до погашення складає більше 24 місяців	1,60%
Фінансові інструменти з дуже високим ризиком – боргові інструменти, які не потрапили у перераховані вище групи	8,00%
Прості акції	15,00%
Нерухомість	10,00%

Додаток Ц

Таблиця Ц.1

Рекомендовані загальні вимоги щодо складу та структури страхових резервів СК, активів ІСІ і НПФ в Україні

Фінансові інструменти	СК (% від страхових резервів)		ІСІ (% від активів)			НПФ (% від вартості пенсійних активів)
	Страхування життя	Ризикові види страхування	Відкритий (диверсифікований)	Інтервальний (диверсифікований)	Закритий (крім венчурного)	
1	2	3	4	5	6	7
1. Високоліквідні фінансові інструменти						
Грошові кошти, банківські депозитні рахунки, ощадні сертифікати, облігації і фінансові векселі банків	<=30%	<=40%	<=40%	<=30%		<=30%, при цьому <=10% у зобов'язаннях одного банку
Державні ЦП	Без обмежень		терміном обігу більше 1 року – <=25%; до 1 року – без обмежень	терміном обігу більше 1 року – <=30%; до 1 року – без обмежень		<=50%, при цьому <=20% у ЦП одного виду
2. ЦП, які передбачають одержання доходів						
ЦП органів місцевого самоврядування	<=20%					
ЦП одного емітента	<=5%					

Додаток Ш

Розв'язок задачі щодо пошуку оптимального портфеля в ОС Excel

X1	X2	X3	X4
35,97%	13,81%	24,02%	26,21%

VaR	0,102898
-----	----------

Сума	1,00
------	------

$$\begin{aligned} \text{VAR}_{\pi} = & 0,528^2 x_1^2 + 0,769 x_2^2 + 0,444 x_3^2 + 0,431 x_4^2 + 2 \cdot 0,528 \cdot 0,769 x_1 x_2 \cdot 0,07 + 2 \cdot 0,528 \cdot 0,444 x_1 x_3 \cdot 0,03 + \\ & + 2 \cdot 0,528 \cdot 0,431 x_1 x_4 \cdot (-0,05) + 2 \cdot 0,769 \cdot 0,444 x_2 x_3 \cdot (-0,08) + 2 \cdot 0,769 \cdot 0,431 x_2 x_4 \cdot (-0,08) + \\ & + 2 \cdot 0,444 \cdot 0,431 x_3 x_4 \cdot (-0,05) \rightarrow \min \end{aligned}$$

$$\begin{cases} 0 \leq x_1 \leq 1 \\ 0 \leq x_2 \leq 1 \\ 0 \leq x_3 \leq 1 \\ 0 \leq x_4 \leq 1 \\ x_1 + x_2 + x_3 + x_4 = 1 \end{cases}$$

Продовження додатку Ш

Microsoft Excel 9.0 Отчет по результатам
 Рабочий лист: [Книга1.xls]Лист1
 Отчет создан: 17.03.2004 9:19:27

Целевая ячейка (Минимум)

Ячейка	Имя	Исходно	Результат
\$F\$11		0	0,102898064

Изменяемые ячейки

Ячейка	Имя	Исходно	Результат
\$A\$2	X1	0,00%	35,97%
\$B\$2	X2	0,00%	13,81%
\$C\$2	X3	0,00%	24,02%
\$D\$2	X4	0,00%	26,21%

Ограничения

Ячейка	Имя	Значение	формула	Статус	Разница
\$B\$13	Сума X2	1,00	\$B\$13=1	связанное	0
\$A\$2	X1	35,97%	\$A\$2>=0	не связан.	35,97%
\$A\$2	X1	35,97%	\$A\$2<=1	не связан.	0,64034473
\$B\$2	X2	13,81%	\$B\$2>=0	не связан.	13,81%
\$B\$2	X2	13,81%	\$B\$2<=1	не связан.	0,861917872
\$C\$2	X3	24,02%	\$C\$2>=0	не связан.	24,02%
\$C\$2	X3	24,02%	\$C\$2<=1	не связан.	0,759801388
\$D\$2	X4	26,21%	\$D\$2>=0	не связан.	26,21%
\$D\$2	X4	26,21%	\$D\$2<=1	не связан.	0,737936011

Продовження таблиці Ц.1

1	2	3	4	5	6	7
Облігації підприємств	≤30%, в т.ч. – облігаціями, за якими на організаторі торгів одночасно існують заявки на купівлю-продаж, із них облігаціями одного емітента ≤15%; – облігаціями, які не котируються на організаторі торгів, – ≤5%, із них облігаціями одного емітента ≤2%.	≤20%, в т.ч. – облігаціями, за якими на організаторі торгів одночасно існують заявки на купівлю-продаж, із них облігаціями одного емітента ≤10%; – облігаціями, які не котируються на організаторі торгів, – ≤2%.	≤20%	≤25%	≤30%	≤30%
Акції українських емітентів	≤15%, в т.ч. – акції, які котируються на організаторі торгів, із них акцій одного емітента, що має чистий прибуток протягом трьох останніх років, ≤2%; – акції, які не котируються на організаторі торгів, - не більше 5%, із них акцій одного емітента ≤1%.	≤10%, в т.ч. – акції, які котируються на організаторі торгів, із них акцій одного емітента, що має чистий прибуток протягом трьох останніх років, ≤2%; – акції, які не котируються на організаторі торгів, - не більше 5%, із них акцій одного емітента ≤1%.	≤20%	≤30%		≤40%
ЦП відкритих ІСІ	≤20%	≤10%	–			≤10%
Похідні ЦП	–		≤5%			–
Іпотечні ЦП	≤10%		≤10%	≤15%	≤30%	≤40%

Продовження таблиці Ц.1

3. ЦП іноземних емітентів	
ЦП однієї іноземної держави	$\leq 20\%$, при цьому в ЦП однієї іноземної держави $\leq 10\%$; акції та облігації іноземних емітентів, які пройшли лістинг на організованих фондових ринках іноземних держав – $\leq 10\%$, при цьому в ЦП одного емітента – $\leq 5\%$
Акції та облігації іноземних емітентів	
ЦП, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави	