

УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

У статті розглянуто основні аспекти вдосконалення структури фінансових активів інститутів спільного інвестування. Автором запропоновано практичні підходи щодо управління структурою активів та методи обмеження рівня ризику в умовах нестабільної економічної ситуації на українському фондовому ринку.

Ключові слова: фондовий ринок, інститути спільного інвестування, портфель акцій, фінансова криза, фінансовий ризик.

Формування раціональної структури фінансових активів інститутів спільного інвестування для фінансування необхідного обсягу активів та забезпечення бажаного рівня доходів є одним із найважливіших завдань управління фінансами цих інститутів. Оптимальна структура активів є таким співвідношенням видів активів, за якого забезпечується найефективніший взаємний зв'язок між рівнем доходності та фінансової ризику інституту, тобто максимізується його ринкова прибутковість.

Складність та багатогранність фінансового ринку породжує нові напрями наукових досліджень. Українські вчені мають значні досягнення з фінансових питань, зокрема з дослідження теорії грошей, процента та грошового ринку. Вагомий внесок у аналіз фінансової проблематики зробив І. Бланк у своїх наукових пошуках, який визначив, що «фінансові активи характеризують майнові цінності в формі наявних грошових коштів, грошових та фінансових інструментів, що належать підприємству». Він виокремив найважливішу характеристику фінансових активів – їх здатність приносити дохід [1].

Проблематика оцінки вартості фінансових активів докладно розглянута у роботах А. Дамодарана, який стверджує, що оцінка знаходиться в основі будь-якого інвестиційного рішення, незалежно від того, чи пов'язане це рішення з покупкою, продажем або зберіганням активів. Крім того, він докладно обґрунтував відмінності та загальні риси моделей, що використовуються для оцінки різних видів активів [2].

Вплив кризових явищ на економічний розвиток держави та механізми управління ризиками на фінансових ринках досліджували такі вчені, як Л. Ларуш, Г. Хаберлер, М. Хазін. Ще на початку світової глобальної кризи М. Хазін, аналізуючи вплив останньої на світову фінансову систему, визначив, що виходячи з концепції структурного походження (світової економічної) кризи, її продовження неминуче спричинить не просто руйнування існуючої фінансово-економічної моделі, а й створення нової системи, яка буде радикально відрізнятися від старої, зокрема відсутністю механізмів глобалізації [3].

Формуванням стратегій інвестування, тобто аналізом інформації, прийняттям рішень про вибір фінансових активів, займалися такі найбільш успішні

інвестори, як Уоррен Баффет, Бенджамін Грехем, Філіп Фішер, Томас Роу Прайс і Джордж Темплтон [4].

Разом з тим більшість дослідників не враховували впливу та наслідків світової глобальної кризи на критерії інвестиційної привабливості фінансових активів, а також специфіки формування оптимальної структури інвестиційного портфелю в реаліях української економіки, в умовах нестабільності якої виникають ризики банкрутства навіть найбільш стабільних фінансових інститутів.

Формування структури фінансових активів ІСІ забезпечується не лише за допомогою роботи керуючої компанії, а й з урахуванням законодавчих обмежень щодо диверсифікації вкладень ІСІ.

Ще до початку фінансової кризи 2008-2009 рр., активи ІСІ були жорстко диверсифіковані, однак збитки, що були викликані певною мірою необхідністю диверсифікації і неможливістю вивести усі кошти у найбільш безпечні активи, змусили ДКЦБФР та Верховну раду України 18 грудня 2008р. внести зміни до «Положення про склад і структуру активів інституту спільного інвестування» та Закону «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [5].

Активи венчурного фонду згідно з законодавством мають складатися не менше ніж на 50% з акцій, боргових цінних паперів, іпотечних цінних паперів, похідних цінних паперів, а також корпоративних прав, виражених в інших ніж цінні папери, формах.

Якщо порушуються вимоги ІСІ щодо складу та структури активів, компанія по управлінню активами повинна усунути ці порушення протягом 30 днів від дня виникнення чи протягом 2 місяців, якщо порушення виникло через припинення котирувань цінних паперів. А якщо знизився рейтинг цінних паперів, то ІСІ, крім венчурних, повинні привести активи у відповідність протягом року.

Змінилися також нормативи диверсифікації для диверсифікованих ІСІ (таблиця 1).

Важливими змінами до якості активів ІСІ також стали: заборона до внесення у склад активів цінних паперів емітентів, що протягом двох років не подають та не оприлюднюють щорічну інформацію, що ведуть збиткову діяльність протягом двох років, і при цьому їх цінні папери не допущені до торгів на біржах, та

Таблиця 1. Нормативи про склад та структуру активів диверсифікованих ІСІ [6]

Нормативи диверсифікованих ІСІ	2007 р.	2008 р.
акції та облигації	40%	100%
депозити, ощадні сертифікати і банківські метали	30%	50%
державні цінні папери	25%	50%
муніципальні облигації	10%	40%
об'єкти нерухомості		10%
у цінні папери одного емітента	10%	10%

необхідність позбутися від таких паперів, якщо вони є у портфелі фонду, протягом 30 днів після оприлюднення регулятором інформації про якість активів; також згідно з законодавством ціна акцій підприємств, чия діяльність була збитковою протягом двох років, буде знижуватися, а акції, чий випуск скасовано, не будуть коштувати нічого. Ці зміни були дуже нагальними під час падіння та зниження ліквідності фондового ринку. Компанії з управління активами зараз можуть повністю виключати зі своїх портфелів акції, перерозмішуватися у депозити чи інші, більш надійні інструменти.

Структура вкладень інвестиційних фондів суттєво змінилась після прийняття нового законодавства. У

2008 році фонди значно збільшили частку малоризикованих вкладень у депозити та облигації внутрішньої державної позики, але вже у 2009 році в умовах зростання фондового ринку значно зросли вкладення у акції підприємств. У той же час, за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, після низки дефолтів та погіршення іміджу корпоративних облигацій, зменшилися вкладення у боргові зобов'язання підприємств.

У 2009 році відбулося зростання доходності усіх видів інститутів спільного інвестування та зниження доходності депозитних вкладень (таблиця 2).

Таблиця 2. Дохідність різних напрямів інвестування за 2009 [7].

Доходність	за 2008 рік	за 2009 рік
Нерухомість у Києві	4,07%	-32,48%
Інфляція (індекс споживчих цін)	22,30%	12,30%
Депозити у дол. США	72,66%	15,40%
Відкриті ІСІ	-30,33%	18,09%
Депозити у євро	58,67%	18,15%
Депозити (грн.)	16,71%	21,00%
Інтервальні ІСІ	-35,15%	34,18%
"Золотий" депозит (за оф. курсом золота)	68,12%	36,73%
Венчурні ІСІ	22,98%	42,74%
Індекс ПФТС	-74,33%	90,07%
Індекс УБ	-73,02%	91,60%
Закриті (невенчурні) ІСІ	-5,46%	99,90%

Тобто як бачимо із таблиці, що найбільше зростання активів у 2009 році відбулося на біржових ринках. Наприклад, зростання доходності відкритих ІСІ відбулося в основному за рахунок зростання вартості вкладень у акції - із 9,81% до 42,92% (+337.56%) та ОВДП - із 2,67% до 8,57% (+221.04%). А також зменшенні вкладень у облигації підприємств - із 35,31% до 18,80% (-46.77%) та «інші» активи - із 34,51% до 0,09% (-99,73%) [7, 8].

Однак для успішної діяльності фонду та диверсифікації вкладень замало дотримуватися лише законодавчих вимог. Необхідно також аналізувати фінансові показники не тільки паперу, але й його емітенту. Найбільш доцільно використовувати емітентів з різних галузей, з різною спрямованістю бізнесу, залежністю від експорту-імпорту, з різним ступенем державного управління тощо.

Одне з головних завдань механізму формування та використання фінансових активів - це максимізація рівня рентабельності при заданому рівні фінансового ризику, що досягається за рахунок оптимізації структури фінансових активів ІСІ.

Як вже було зазначено вище, питання управління

структурою фінансових активів у реаліях української економіки розглянуто досить вузько. Головна увага присвячена саме структурі вкладень у ризиковані активи, тобто оптимізації всередині класів активів. Залишається невисвітленим питання перерозміщення коштів поміж класів активів, яке стане можливим лише завдяки розробленню економіко-математичної моделі саме для потреб конкретного інституту.

Метод економіко-математичного моделювання є найбільш точним у визначенні структури фінансових активів, адже дозволяє врахувати існуючі взаємозв'язки й одержати комплексне рішення розглянутої задачі.

Головними проблемами при використанні методу економіко-математичного моделювання можна назвати:

- ступінь ефективності та адекватності моделі до нагальних потреб ринку (наявні реалії вітчизняного фондового ринку потребують більш детального вивчення поточної ситуації та формування моделі, що відповідає законодавчим та економічним вимогам українського фінансового ринку);
- складність математичних розрахунків (аналіз великої кількості вхідних даних, необхідних для

розрахунку більшості економіко-математичних моделей, потребує значних фінансових витрат та є можливим лише для крупних операторів ринку);

- невизначеність часу перерозміщення активів (незалежно від того, чи використовуємо ми просту модель формування та використання активів або одну з більш складних, необхідно вирішити, коли робити перерозміщення, тобто в якій точці зміни інвестиційного капіталу (як при зростанні, так і при падінні) перерозміщувати кошти в інші активи чи в готівку) та інше.

Для вирішення цих питань на практиці можна запропонувати:

- розширення арсеналу інструментально-математичних засобів моделювання, проведення достатньої кількості досліджень, введення необхідних обмежень, обґрунтування нових функціональних форм моделей і критеріїв оцінювання параметрів, нових принципів перевірки їх адекватності на основі реалій українського фінансового ринку;

- розроблення програм і моделей з меншою кількістю вхідних даних та комбінування різних моделей для отримання більш надійного результату не за рахунок кількості обробленої інформації;
- використання моделей для розрахунку часу та кількості активів, що потребують перерозміщення. Однією з найменш складних у вжитку є модель розміщення активів за методом усереднення ціни, розроблена Р. Вінсом:

$$P = 1 - \text{безризиковий} \wedge (1 / N);$$

$$N = \ln(\text{безризиковий}) / \ln(1 - P)$$

де P – частка загального балансу активів, яка періодично перекладається з ризикового на безризиковий баланс; неактивний – безризикова частка балансу активу; N – число періодів, через яке програма припинить роботу, якщо баланс не зростатиме [9; 10].

Розглянемо цей метод на умовному прикладі (таблиця 3).

Таблиця 3. Структура перерозміщення коштів фонду

Вхідні дані	
Загальний баланс активів	75000
Ризиковані активи	7500
Безризикові активи	67500
Усереднення ціни	
Частка перерозміщення	0,02
Сума перерозміщення	1305
Безризикові активи	0,9
Кількість періодів, через які програма перестане працювати, якщо загальний баланс не буде зростати	6

З таблиці можна побачити, що при загальній вартості активів 75 000 грн., з яких 7500 грн. складають ризиковані активи, а 67500 грн. безризикові, необхідно перерозміщувати 2% від загальної вартості з ризикованих у безризикові активи. Якщо ризиковані вкладення не будуть приносити прибутку та зростати, через півроку кошти будуть виведені із ризикованих активів.

Однак, на практиці оцінюючи ефективність диверсифікації інвестиційного портфелю та необхідність перерозміщення, треба аналізувати ризик та прибутковість портфелю не статично, а в динаміці за певний період. Якщо оцінювати диверсифікацію активів за допомогою фінансового аналізу, то доцільно використовувати не лише показники за попередні роки, а й прогнози даних, та вносити власні обмеження в економіко-математичну модель.

Отже, можна підсумувати, що за умови стабільного ринку інвестиційні фонди все більш активно інвестують у ризиковий клас активів для підвищення доходності. Для зменшення рівня ризику необхідно дотримуватися не тільки законодавчої диверсифікації активів, а й внутрішніх умов інвестування та за допомогою економіко-математичного моделювання формувати найбільш оптимальну структуру фінансових активів з точки зору співвідношення доходності на одиницю ризику. Метод економіко-математичного моделювання є одним з найефективніших, але й найскладніших у використанні. Для вирішення проблем економіко-математичного моделювання на практиці необхідно проводити дослідження на вітчизняному фінансовому

ринку, розширювати кількість аналітичних інструментів для сучасних реалій, застосовувати декілька моделей для отримання більш надійного результату та використовувати моделі перерозміщення активів, зокрема модель за методом усереднення ціни, розроблену Р. Вінсом. На умовному прикладі розглянуто, як метод дозволяє мінімізувати збитки, якщо сума загального балансу не буде зростати від вкладень у ризикові активи.

Список літератури

1. Бланк, И. А. Управление активами [Текст] / И. А. Бланк. - К. : Ника-Центр, Эльга, 2000. - С. 61.
2. Damodaran, A. Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset [Text] / A. Damodaran, - Wiley, 2003. - 992 p.
3. Хазин, М. Теория кризиса [Текст] / М. Хазин // Профиль. - 2008. - №33. - С.46-53
4. Уроки Уолт-Стрит: как разбогатеть на финансовом рынке. Советы от Уоррена Баффета, Бенджамина Грэхема, Фила Фишера, Т. Роу Прайса и Джорджа Темплтона [Текст]. - М.: Вильямс, 2005. - 416 с.
5. Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 18.12.2008 № 693-VI» [Текст] // Відомості Верховної Ради України. - 2009. - № 16. - Ст. 218.
6. Огляд діяльності відкритих ІСІ в Україні у 2008 році [Електронний ресурс] : Українська асоціація інвестиційного бізнесу. - Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1003/40_4.pdf.
7. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2009 році [Електронний ресурс]: Українська асоціація інвестиційного бізнесу. - Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analituaib/125263.html.

-
8. Інформація про торги [Електронний ресурс]: Українська біржа. – Режим доступу: <http://ux.com.ua/ru/marketdata/marketresults.aspx>.
 9. Винс, Р. Математика управління капиталом [Текст] / Р. Винс. – М. : Альпіна Паблішер, 2001. – 400 с.
 10. Spiceland, J. P. Intermediate Accounting [Text] / J. P. Spiceland, J. F. Sepe, L. A. Tomassini, 2-nd ed. – Irvin, VcGraw-Hill, 2001.

РЕЗЮМЕ

Овчинникова Марина

Управление структурой финансовых активов институтов совместного инвестирования

В статье рассмотрены основные аспекты совершенствования структуры финансовых активов институтов совместного инвестирования. Автором предложены практические подходы к управлению структурой активов и методы ограничения уровня риска в условиях нестабильной экономической ситуации на украинском фондовом рынке.

RESUME

Ovchynnykova Maryna

Management structure of financial assets of collective investment of institutions

In the article the basic aspects of improving of the structure of financial assets of joint investment institutions are considered. The author offers the practical approaches to the management of structure of assets and methods of limiting the level of risk in a fragile economic situation on the Ukrainian stock market.

Стаття надійшла до редакції 12.03.2011 р.