

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
Уманський державний педагогічний університет імені Павла Тичини

**Н. І. Гвоздєй**

# **УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ**

Навчальний посібник

Умань, 2022

УДК 005.915(075.8)

Г25

### **Рецензенти:**

*Резнік Н. П.*, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри біржової діяльності і торгівлі, Національного університету біоресурсів і природокористування України;

*Прокотчук О. Т.*, доктор економічних наук, доцент, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування Уманського національного університету садівництва;

*Світовий О. М.*, доктор економічних наук доцент, професор кафедри маркетингу, менеджменту та управління бізнесом Уманського державного педагогічного університету імені Павла Тичини.

*Рекомендовано до друку вченою радою*

*Уманського державного педагогічного університету імені Павла Тичини  
(протокол № 11 від 22.02. 2022 р.)*

**Гвоздей Н. І.**

Г25 Управління активами : навч. посіб. / Н. І. Гвоздей ; МОН України, Уманський держ. пед. ун-т імені Павла Тичини.- Умань : ВПЦ «Візаві», 2022. -160 с.

В навчальному посібнику висвітлено сутність фінансових активів, їх види, процес управління фінансовими активами, специфіку портфельних теорій і портфельного інвестування, управління фінансовими активами учасниками фінансового ринку. Положення навчального посібника ґрунтується на сучасній нормативно-правовій базі, використанні та аналізі набутого вітчизняного й зарубіжного досвіду. Призначений науковцям, викладачам і здобувачам вищої освіти, практикам у сфері фінансової та страхової діяльності, фахівцям з управління активами, а також широкому загалу читачів, які цікавляться проблемами функціонування фінансового ринку, зокрема управління фінансовими активами.

**УДК 005.915(075.8)**

© Гвоздей Н. І., 2022

## ЗМІСТ

<b>РОЗДІЛ 1. ДІЯЛЬНІСТЬ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ</b>	<b>7</b>
1.1. Управління фінансовими активами, його зміст і призначення.....	7
1.2. Діяльність з управління активами як різновид професійної діяльності на фінансовому ринку.....	13
1.3. Інституційні інвестори та специфіка діяльності з управління їх активами.....	33
<b>РОЗДІЛ 2. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ</b>	<b>48</b>
2.1. Фінансові інструменти та активи, їх класифікації.....	48
2.2. Процес управління фінансовими активами.....	55
<b>РОЗДІЛ 3. ВИКОРИСТАННЯ ДЕРИВАТИВІВ В УПРАВЛІННІ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ</b>	<b>83</b>
3.1. Сутність строкового ринку та строкових угод.....	83
3.2. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії.....	96
<b>РОЗДІЛ 4. ФОРМУВАННЯ ПОРТФЕЛЯ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ</b>	<b>110</b>
4.1. Портфель фінансових активів і принципи його формування.....	110
4.2. Методи формування портфеля фінансових активів.....	120
4.3. Фундаментальний і технічний аналіз у портфельному інвестуванні.....	129

## ВСТУП

Складні і багато в чому суперечливі процеси розвитку фінансового сектору в Україні обумовили потребу у якісному осмисленні нових економічних і соціальних явищ. Відбулися істотні зміни у характері та умовах здійснення інвестиційної діяльності. З'явилися нові організаційно-правові форми господарювання, підприємництво отримало свободу використання власних фінансових ресурсів, створені правові й економічні умови для залучення внутрішнього та іноземного капіталу в українську економіку, виникли нові фінансові інструменти та важелі, що докорінним чином мають реформувати раніше діючий механізм управління фінансовими інвестиціями. Це, у свою чергу, потребує кардинальних змін у методології управління фінансовими активами, її оперативному та достовірному інформаційному забезпеченні.

Суттєвим чинником економічного піднесення у багатьох країнах стала активізація фінансової та страхової діяльності через універсалізацію, власне, діяльності банківських інститутів і зростання ролі недепозитних фінансових корпорацій (передусім страхових компаній, інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів). На відміну від індивідуальних інвесторів, ці структури провадять різні види професійної діяльності, опікуються капіталом своїх вкладників, шукаючи при цьому оптимальні з точки зору прибутковості та ризику схеми розміщення акумульованого капіталу.

Зважаючи на значний світовий прогрес у розробці новітніх фінансових інструментів і методів розміщення фінансових активів, ряд питань, що пов'язані з діяльністю інституційних інвесторів на фінансовому ринку України, є недостатньо вивченими вітчизняними фахівцями та потребує подальших досліджень у контексті теоретико-методологічних засад і практики управління фінансовими активами. Зокрема, це стосується чіткого визначення ролі інвесторів у розбудові фінансового ринку, впровадження сучасних методів управління фінансовими активами, розширення інструментарію, що прийнятний для інвестування коштів, удосконалення регулятивної бази

фінансового інвестування в Україні. Вказане свідчить про необхідність вивчення процесу управління фінансовими активами у контексті розвитку цієї важливої форми інвестування з метою повноцінної інтеграції фінансового сектору України в міжнародний ринок капіталу, що й зумовлює актуальність цього підручника. Першою особливістю підручника є його практична спрямованість, що базується на багатому зарубіжному досвіді управління фінансовими активами та вітчизняній нормативно-правовій базі. Він розрахований, упершу чергу, на професійних менеджерів, які управляють активами банків, страхових компаній, пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування та інших суб'єктів господарювання. Друга важлива особливість полягає у всебічному висвітленні інструментів власності, боргових і структурованих фінансових інструментів, деривативів та інструментів іпотечного ринку, що є надзвичайно актуальним з точки зору їх використання у процесі управління фінансовими активами.

У першому розділі висвітлено теоретичні засади управління фінансовими активами, його зміст і призначення. Особливу увагу приділено сутності фінансового ринку та його інструментальній сегментації. Визначено специфіку діяльності учасників фінансового ринку, зокрема депозитних і недепозитних корпорацій, допоміжних фінансових корпорацій. Розглянуто діяльність інституційних інвесторів як основних суб'єктів фінансового ринку, активи яких підлягають управлінню.

У другому розділі досліджено сутність фінансових активів і напрями здійснення фінансового інвестування. Запропоновано класифікацію фінансових активів за різними ознаками. Особливу увагу приділяємо інструментам фінансового ринку, зокрема цінним паперам, їх інвестиційним якостям і вартісним оцінкам. Описано етапи здійснення процесу управління фінансовими активами з урахуванням особливостей різних груп інвесторів.

Третій розділ присвячено сутності портфеля фінансових активів і принципам його формування. Розглянуто традиційні підходи до портфельного

управління та сучасну портфельну теорію. Особливу увагу приділено визначенню очікуваної дохідності та ризику портфеля на базі портфельної теорії Г. Марковіца. Визначено необхідність диверсифікації портфеля і вибору ефективного портфеля.

Четвертий розділ присвячено сутності портфеля фінансових активів і принципам його формування. Розглянуто традиційні підходи до портфельного управління та сучасну портфельну теорію. Особливу увагу приділено визначенню очікуваної дохідності та ризику портфеля на базі портфельної теорії Г. Марковіца. Визначено необхідність диверсифікації портфеля і вибору ефективного портфеля.

У цілому, можна зробити висновок, що навчальний посібник базується на системному аналізі окремих напрямів досліджень у меж управління фінансовими активами, використанні загального понятійного апарату та єдиних умовних позначень, сучасних організаційно-методичних підходах, що адаптовані до типових методик фінансового інвестування, реальних економічних ситуацій.

Автор сподівається, що пропонуваній навчальний посібник стане у нагоді не лише здобувачам освіти вишів, а й фахівцям-практикам з управління активами, інвесторам і професіоналам фінансового ринку, усім, хто зацікавлений у розв'язанні безлічі висвітлених у ньому питань.

## **РОЗДІЛ 1. ДІЯЛЬНІСТЬ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ**

- 1.1. Управління фінансовими активами, його зміст і призначення.
- 1.2. Діяльність з управління активами як різновид професійної діяльності на фінансовому ринку.
- 1.3. Інституційні інвестори та специфіка діяльності з управління їх активами.

### **1.1. Управління фінансовими активами, його зміст і призначення**

Економічне обґрунтування ефективності інвестицій дає змогу порівняти можливі варіанти вкладення коштів у технічні, технологічні, організаційні та інші заходи, що представлені у кожному конкретному проекті. Оцінювання та обґрунтування фінансових ресурсів, їх ефективності дозволяє розробникам проектів і фінансовим менеджерам бути компетентнішими в питаннях конкретної пропозиції, ухвалювати найкраще рішення з усіх можливих. Водночас навіть правильно та детально розраховані витрати не гарантуватимуть високоякісний рівень рішення. Для того щоб зробити інвестиційні проекти або портфелі такими, що працюють, а отже, інвестиції реальними, на кожному етапі (стадії) необхідним є аналіз економічної доцільності та реалізації фінансових інвестицій, або управління фінансовими активами. При цьому застосування інвестиційного аналізу в процесі ухвалення рішень про інвестиції необхідне, оскільки вибір доводиться здійснювати в умовах невизначеності. Можуть скластися ситуації, коли повністю або частково відсутня інформація про можливий стан об'єкта аналізу в майбутньому, тобто коли під впливом зовнішнього та внутрішнього середовища відбуваються непередбачувані події, що зумовлені наявністю чинників, які не підлягають кількісному оцінюванню. Процедура та методи такого аналізу спрямовані на висунення альтернативних варіантів вирішення проблеми інвестування, виявлення масштабів невизначеності по кожному з

них та їх зіставлення за різними критеріями ефективності. Управління фінансовими активами являє собою систему спеціальних знань про методи та прийоми дослідження процесів, що використовуються для оброблення та оцінювання економічної інформації про інвестиційну діяльність суб'єктів фінансового ринку.

*Управління фінансовими активами* - це прикладна наука, оскільки широко використовується у фінансовій і страховій діяльності та сприяє підвищенню ефективності управління фінансовими інвестиціями [1].

Водночас поняття «управління фінансовими активами» може розглядатися як:

- 1) метод пізнання економічних процесів та явищ;
- 2) самостійна функція в системі інвестиційного менеджменту;
- 3) процес аналітичної обробки інформації у процесі обґрунтування та ухвалення інвестиційних рішень тощо.

*Управління фінансовими активами* - це передусім зіставлення витрат на формування інвестиційного портфеля і вигоди, що буде отримуватися від його володіння. Оскільки вигоди від будь-якого портфеля і витрати на його формування та управління зазвичай численні і не завжди легко обраховуються, то і визначення дохідності перетворюється на тривалий, багатоетапний та вельми трудомісткий процес, що охоплює всі стадії і фази процесу управління фінансовими інвестиціями. Аналіз виконується на всіх етапах процесу управління цими інвестиціями. Управління фінансовими активами дає змогу системно оцінити вади і переваги інвестиційних портфелів через встановлення логічних схем для:

- збирання та аналізу даних;
- визначення інвестиційних пріоритетів;
- розгляду альтернативних варіантів;



- аналізу існуючих проблем і врахування різних аспектів розроблення та реалізації проектів до прийняття рішення про їх фінансування.

*Основними функціями управління фінансовими активами є:*

- розроблення впорядкованої структури добору даних, що забезпечить ефективну координацію заходів за управління портфелем інвестицій;
- оптимізація процесу прийняття рішень на основі аналізу альтернативних варіантів, визначення черговості виконання заходів і вибору оптимальних для цього портфеля фінансових активів;
- чітке визначення організаційних, фінансових, соціальних проблем, що виникають на різних стадіях процесу управління фінансовими активами;
- сприяння прийняттю компетентних рішень щодо доцільності використання коштів формування інвестиційного портфеля.

*Управління фінансовими активами тісно пов'язане з:*

- 1) дослідженням економічних процесів у їх взаємозв'язку, що складаються під впливом об'єктивних економічних законів і чинників суб'єктивного порядку;
- 2) науковим обґрунтуванням формування інвестиційного портфеля;
- 3) виявленню позитивних і негативних факторів і кількісним вимірюванням дії різних чинників на вибір фінансових активів;
- 4) розкриттям тенденцій і пропорцій розвитку фінансового ринку;
- 5) визначенням невикористаних фінансових резервів;
- 6) узагальненню передового досвіду та ухваленням оптимальних управлінських рішень в інвестиційній сфері [2].

Найбільш загальними умовами успіху управління фінансовими активами за всіх видів фінансового інвестування є:

- збирання необхідної інформації про стан фінансового ринку;
- прогнозування перспектив ринкової кон'юнктури за тими об'єктами, що цікавлять інвестора;
- вибір стратегії поведінки на цьому ринку;
- гнучке поточне корегування інвестиційної тактики, а часто і стратегії.

Аналітичне забезпечення варіантів інвестиційних рішень, що приймаються, відрізняє управління фінансовими активами від інших функціональних економічних наук. Отже, предмет управління фінансовими активами як науки являє собою одну з основних функцій інвестиційного менеджменту, що відображає технологічний етап процесу ухвалення рішень і полягає в аналітичному забезпеченні управлінських рішень щодо інвестування. Метою управління фінансовими активами є соціально-економічна ефективність або кінцеві фінансові результати інвестиційної діяльності суб'єктів фінансового ринку. Предметом управління фінансовими активами є причинно-наслідкові зв'язки економічних процесів і явищ в інвестиційному середовищі. Пізнання таких зв'язків в інвестиційній діяльності дає змогу розкрити сутність економічних явищ і на цій основі дати правильну оцінку досягнутим результатам, виявити резерви підвищення ефективності інвестицій, обґрунтувати управлінські рішення.

*Об'єктом управління фінансовими активами* виступає діяльність суб'єктів фінансового ринку як сукупність відносин, які розглядаються у контексті взаємозв'язку з техніко-організаційними, соціальними та іншими умовами інвестиційної діяльності. Аналіз фінансових інвестицій вельми багатогранний. *Суб'єкти управління фінансовими активами* - це професійні учасники фінансового ринку, а також користувачі інформації про функціонування фінансових ринків і його учасників. Видом інвестиційного аналізу є теоретичне та практичне відособлення аналітичної роботи, яка здійснюється у процесі управління інвестиційною діяльністю.

*До основних видів економічного аналізу відносять:*

1) за критерієм підходу до аналізу, теоретичний (політико-економічний) аналіз і конкретно-економічний аналіз;

2) за рівнем аналітичного дослідження макроекономічний та мікроекономічний аналіз.

Теоретичний (політико-економічний) аналіз являє собою якісний логічний аналіз інвестиційної діяльності, що характеризується високим ступенем абстракції і полягає в аналізі дії економічних категорій та законів [15].

*Конкретно-економічний аналіз* - це переважно кількісний аналіз, що виражений у формалізованому вигляді, конкретних формулах і розрахунках, який міститься в тісній, органічній єдності з якісною характеристикою економічних явищ і процесів в інвестиційній сфері.

*Макроекономічний аналіз* - це глобальний аналіз міжнародного та вітчизняного фінансового ринку.

Оцінюючи портфель інвестицій, необхідно враховувати макropідхід до аналізу загальних можливих результатів.

*Мікроекономічний аналіз* - це аналіз інвестиційної діяльності суб'єктів фінансового ринку, що має свою специфіку у галузі методів дослідження та інформаційної бази.

Варто мати на увазі, що методи аналізу й оцінювання фінансових активів можуть застосовуватися і для ухвалення інвестиційного рішення загальнонаціональними або регіональними органами влади, приватними або некомерційними організаціями та іншими структурами.

Управління фінансовими активами здійснюється на базі прийомів і методів, які не є його привілеєм, а використовуються і в інших сферах

теоретичної та прикладної економіки: порівняння і групування, ланцюгових підстановок, різниць тощо.

В окремих випадках використовуються методи економіко-математичного моделювання (наприклад, регресивний, кореляційний аналіз тощо).

*Метод порівняння* - аналітичний прийом, що дає змогу виявити взаємозв'язок економічних явищ в інвестиційній сфері, їх розвиток і ступінь досягнення ефективності у використанні матеріальних, трудових, фінансових (інвестиційних) та інших ресурсів.

Порівняння забезпечує якість інвестиційного аналізу, якщо римується зіставлення порівнюваних величин за змістом, місцем розташування, часом та іншими умовами.

Спосіб зведення та групування полягає в об'єднанні інформаційних матеріалів в аналітичні таблиці, що дає змогу зробити необхідні зіставлення і висновки. У процесі аналізу за допомогою аналітичного групування виявляють взаємозв'язок економічних явищ і показників, визначають вплив найбільш істотних факторів, знаходять закономірності та тенденції у розвитку інвестиційних процесів.

*Метод ланцюгових підстановок* - спосіб кількісного виразу відхилення фактичного показника від базового очікуваного, минулого періоду або показника інших портфельів. Його іноді називають ланцюговим методом побудови індивідуальних індексів або методом послідовного виключення. Порівняльні показники розглядаються як добуток певних співмножників (індивідуальних показників), які утворюють сукупність (узагальнюючий показник).

Кожний співмножник характеризує певний чинник, що впливає на величину сукупності. Обчислення впливу окремих факторів на величину загального показника виконується через заміну (підстановку) по одному з

базових співмножників на фактичний і розрахунок нового добутку після кожної заміни. Різниця кожного нового і попереднього добутку показує величину впливу цього чинника на зміну базового (узагальненого) показника [5].

В управлінні фінансовими активами використовують й інші методи: вирахування різниць (різновид методу ланцюгових підстановок), теорію ігор і масового обслуговування, лінійне програмування. Удосконалення прийомів і методів аналізу пов'язане з широким застосуванням ЕОМ.

Отже, роль інвестиційного аналізу в управлінні фінансовогосподарською діяльністю в умовах ринкової економіки неухильно зростає. Це зумовлено необхідністю підвищення ефективності інвестиційної діяльності, оптимізації та використання матеріальних, трудових і фінансових ресурсів; забезпечення високого рівня рентабельності бізнесу, конкурентоспроможності організації, стабільного економічного зростання і стратегічної стійкості.

## **1.2. Діяльність з управління активами як різновид професійної діяльності на фінансовому ринку**

До допоміжних фінансових корпорацій віднесені суб'єкти, які займаються допоміжною діяльністю у сфері:

- а) ринку цінних паперів;
- б) страхування та недержавного пенсійного забезпечення;
- в) інформаційних послуг;
- г) регулювання фінансової та страхової діяльності.

Основними допоміжними структурами у сфері ринку цінних паперів є брокери з цінних паперів і похідних, управляючі цінними паперами, андерайтери, компанії з управління активами, депозитарії, депозитарні

установи, організатори торгівлі, клірингові установи. Всі вони у своїй діяльності керуються Законом України від 23.02.2006 № 3480-ІУ «Про цінні папери та фондовий ринок» і підпадають під визначення професійної діяльності на ринку цінних паперів - діяльності акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю з надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення й обігу цінних паперів, обліку прав на цінні папери та прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів [7].

*До неї віднесено:* діяльність з торгівлі цінними паперами; діяльність з управління активами інституційних інвесторів; депозитарну діяльність; клірингову діяльність; діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

Діяльність з торгівлі цінними паперами провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства і для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності, а також банками. Торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений коштами статутний капітал у розмірі не менше ніж 500 тис. три, брокерську діяльність - не менше ніж 1 млн три, андерайтинг або діяльність з управління цінними паперами - не менше ніж 7 млн три.

*Брокерська діяльність* - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема, на підставі договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи.

*Дилерська діяльність* - укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу. Зазначене і не дає змоги віднести дилерів до допоміжних суб'єктів ринку цінних паперів: вони не співпрацюють з клієнтами.

*Андерайтинг* - укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом. Андерайтер може надавати консультації емітенту щодо розміщення цінних паперів цього емітента [16].

Відповідно до договору з емітентом він може також здійснювати:

1) купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам;

2) гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з подальшим перепродажем;

3) продаж якомога більшої кількості цінних паперів, без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані.

З метою організації публічного розміщення цінних паперів андерайтери можуть укладати між собою договір про спільну діяльність.

*Діяльність з управління цінними паперами* - діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду упродовж визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб.

Торговець цінними паперами має право укладати договори про управління цінними паперами з фізичними та юридичними особами. При цьому сума договору про управління цінними паперами з одним клієнтом фізичною

особою має становити не менше суми, що еквівалентна 100 мінімальним заробітним платам [13].

*Діяльність з управління активами інституційних інвесторів* - професійна діяльність учасника ринку цінних паперів - компанії з управління активами (далі - КУА), що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів (з ліцензіями на управління активами ІСІ, НПФ або ІСІ та НПФ).

Така діяльність регулюється спеціальним законодавством, а саме законами України від 05.07.2012 № 5080-УІ «Про інститути спільного інвестування», від 09.07.2003 № 1057-ІV «Про недержавне пенсійне забезпечення», а також Рішенням НКЦПФР від 06.08.2013 № 1414 «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів». У цілому до осіб, які мають право провадити діяльність з управління активами інституційних інвесторів, відносять КУА, професійного адміністратора пенсійного фонду щодо активів фонду, адміністратором якого він є, НБУ щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду, банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду.

*Ця особа виконує такі функції:*

- 1) аналізує активи, що належать інвестору та перебувають в її управлінні, та активи, у які планується здійснити інвестування;
- 2) здійснює моніторинг вартості активів, що належать інвестору та перебувають у її управлінні;
- 3) проводить розрахунок ризиків у разі здійснення інвестування активів, що належать інвестору та перебувають у її управлінні;
- 4) здійснює розрахунок дохідності та ризикованості інвестиційного портфеля інвестора;



5) складає та надає до НКЦПФР звітність та іншу інформацію відповідно до законодавства;

6) забезпечує режим конфіденційності щодо планування інвестиційної діяльності інвестора;

7) забезпечує розкриття інформації відповідно до законодавства.

*Депозитарна діяльність* - діяльність професійних учасників депозитарної системи України та НБУ щодо надання послуг зі зберігання та обліку цінних паперів, обліку й обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг відповідно до законодавства. Основним нормативним актом, що її регулюють, є Закон України від 06.07.2012 № 5178-УІ «Про депозитарну систему України».

*Депозитарна система України* - сукупність учасників депозитарної системи та правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів.

*Система депозитарного обліку цінних паперів* - сукупність інформації, записів про емісійні цінні папери (вид із зазначенням типу, номінальна вартість і кількість, обмеження обігу тощо) на рахунках у цінних паперах власників таких рахунків про емітентів, власників цінних паперів, що мають права за цінними паперами та права на цінні папери, обмежень прав на цінні папери, уповноважених ними осіб, управителів, заставодержателів, інших осіб, наділених відповідними правами щодо цінних паперів, яка містить дані, що дають змогу ідентифікувати емісійні цінні папери і зазначених осіб, реєстр

кодів цінних паперів (міжнародних ідентифікаційних номерів цінних паперів), а також інша передбачена законодавством інформація.

До професійних учасників депозитарної системи віднесено Центральний депозитарій та депозитарні установи. Центральний депозитарій забезпечує формування та функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів. Він веде депозитарний облік усіх емісійних цінних паперів, крім тих, облік яких здійснює НБУ. В Україні може існувати лише один Центральний депозитарій. Депозитарна установа, відповідно до отриманих від Центрального депозитарію та/або НБУ депозитарних активів, провадить діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів і корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах депонентів, а також на власному рахунку в цінних паперах, на якому обліковуються цінні папери, права на цінні папери й обмеження прав на цінні папери, що належать такій депозитарній установі. Національний банк України, відповідно до отриманих депозитарних активів, провадить діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу облігацій внутрішніх і зовнішніх державних позик України, цільових облігацій внутрішніх державних позик України, казначейських зобов'язань України й облігацій місцевих позик, а також боргових цінних паперів, що посвідчують відносини позики органів місцевого самоврядування та були розміщені за межами України, а також обслуговування корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах клієнтів. Клієнтами НБУ є емітент, депозитарні установи, депозитарії кореспонденти, клірингові установи та Розрахунковий центр.

*Депозитарій-кореспондент* - депозитарій іноземної держави або міжнародна депозитарно-клірингова установа, що є клієнтом Центрального депозитарію та/або НБУ на підставі встановлених кореспондентських відносин щодо цінних паперів. Клірингова діяльність - діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для

проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

*Кліринг* - це визначення взаємних зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів. Особами, які провадять клірингову діяльність, є клірингові установи та Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Центральний депозитарій цінних паперів та НБУ можуть провадити клірингову діяльність з урахуванням вимог, встановлених законодавством.

*Клірингова установа* - юридична особа, яка за результатами проведеного нею клірингу формує клірингові вимоги та надає інформаційні послуги. Розрахунковий центр забезпечує здійснення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржою, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати».

В Україні може існувати лише один Розрахунковий центр - банк, що функціонує у формі акціонерного товариства відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність».

*Депонент* - власник цінних паперів, співвласники цінних паперів, нотаріус, на депозит якого внесено цінні папери, яким рахунок у цінних паперах відкривається депозитарною установою на підставі відповідного договору про обслуговування рахунку в цінних паперах, а також депозитарна установа, яка відкриває собі рахунок у цінних паперах на підставі наказу керівника цієї депозитарної установи. Діяльність зі зберігання активів ІСІ та НПФ - це діяльність зберігання активів, який виступає депозитарною установою, тобто банком, що має ліцензію НКЦПФР на провадження діяльності зі зберігання активів та з якою в установленому законодавством порядку укладений договір про обслуговування зберігачем активів ІСІ або НПФ.

*Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку* - діяльність фондової біржі зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання і поширення інформації щодо пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами біржі. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери[13, 14].

Розмір статутного капіталу фондової біржі має становити не менше ніж 15 млн грн. Розмір власного капіталу біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менше ніж 25 млн грн. Членами фондової біржі можуть бути виключно торговці цінними паперами, які мають ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку та взяли на себе зобов'язання виконувати всі правила, положення і стандарти біржі.

Фондова біржа створює організаційні умови для укладення договорів купівлі-продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів шляхом проведення біржових торгів і забезпечує контроль за їх виконанням із застосуванням відповідних заходів впливу. Торгівля на ній здійснюється за правилами біржі, що затверджуються біржовою радою та реєструються НКЦПФР.

Основними допоміжними структурами у сфері страхування та недержавного пенсійного забезпечення є страхові агенти, страхові та перестрахові брокери, аварійні комісари, актуарії адміністратори недержавних пенсійних фондів, консультанти зі страхування та недержавного пенсійного забезпечення. *Страховий агент* - фізична або юридична особа, яка діє від імені та за дорученням страховика і виконує частину його страхової діяльності, а саме: укладає договори страхування; одержує страхові платежі;

виконує роботи, що пов'язані зі здійсненням страхових виплат та страхових відшкодувань. Страхові агенти є представниками страховика та діють у його інтересах за винагороду на підставі договору-доручення із страховиком.

*Страховий брокер* - юридична або фізична особа, яка зареєстрована в установленому порядку як суб'єкт підприємницької діяльності та здійснює за винагороду посередницьку діяльність у страхуванні від свого імені на підставі брокерської угоди з особою, яка має потребу у страхуванні як страхувальник. Страхові брокери мають право здійснювати іншу, не заборонену законодавством діяльність, пов'язану зі страхуванням, за винятком діяльності як страхового агента, страховика, перестраховика. Страхові брокери, як і страхові агенти, поділяються на кілька типів. Брокерами можуть бути як фізичні, так і юридичні особи у вигляді брокерської контори з найманим персоналом. Великі корпорації можуть мати свого так званого «кептивного брокера».

Основна відмінність між страховим брокером та агентом полягає в тому, що брокер діє в інтересах клієнта, а агент в інтересах конкретного страховика та представляючи його інтереси перед клієнтом. Крім підготовки самого договору страхування, страховий брокер супроводжує укладені ним договори, тобто у разі настання страхового випадку, страховий брокер має врегулювати його за умовами брокерської угоди зі страхувальником.

*Перестраховий брокер* - юридична особа, яка здійснює за винагороду посередницьку діяльність у перестрахованні від свого імені на підставі брокерської угоди зі страховиком, який має потребу у перестрахованні як перестраховальник.

*Аварійний комісар* - особа, яка відповідає кваліфікаційним вимогам та може займатися визначенням причин настання страхового випадку та розміру збитків. Відповідно до договору із страховиком він зобов'язаний:

1) кваліфіковано, неупереджено, об'єктивно і в зазначений строк виконувати свої зобов'язання;

2) не розголошувати будь-яку інформацію про об'єкт страхування без згоди на це страховика і страхувальника;

3) подавати інформацію про обставини і причини настання страхового випадку та заподіяну шкоду на письмову вимогу оперативних підрозділів, органів досудового розслідування чи прокуратури у зв'язку з кримінальним провадженням.

З'ясування обставин і причин настання страхового випадку провадиться на підставі заяви страховика (страхувальника), наданих ним матеріалів, а також матеріалів і документів, які аварійний комісар має право вимагати. На підставі проведеного дослідження і зібраних документів аварійний комісар складає аварійний сертифікат - документ, у якому зазначаються обставини і причини настання страхового випадку та розмір заподіяної шкоди.

*Актуарій (від лат. actuarius - скоротисець)* - спеціаліст з оцінки ризиків, фінансовий аналітик і консультант у сфері страхування, людина, яка застосовує на практиці актуарну математику. Це офіційно вповноважена особа, яка має відповідну фахову підготовку та обчислює страхові тарифи. На актуарія покладається відповідальність за достатність страхових фондів для виконання страховиком своїх зобов'язань за відповідними договорами страхування. Нині в Україні існують актуарії з правом та без права підпису.

*Актуарій з правом підпису, або дипломований актуарій,* - людина, яка має право засвідчувати власним підписом правила страхування (документ, що містить загальні умови страхування та страхові тарифи з певного виду страхування).

*Актуарій без права підпису* - людина, яка працює на посаді актуарія у страховій компанії чи іншій організації і робота якої пов'язана з оцінкою

ризиків, розрахунком страхових тарифів, збитковості, оцінки страхових резервів тощо.

*Адміністратор недержавних пенсійних фондів* - юридична особа, яка здійснює адміністрування недержавних пенсійних фондів відповідно до Закону України від 09.07.2003 № 1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення».

Ним може бути: 1) юридична особа, яка надає професійні послуги з адміністрування НПФ (професійний адміністратор); 2) юридична особа - одноосібний засновник корпоративного НПФ, який ухвалив рішення про самостійне здійснення адміністрування такого фонду; 3) компанія з управління активами.

*Функції адміністратора:*

- ведення персоніфікованого обліку учасників НПФ; - укладання пенсійних контрактів від імені НПФ;

- забезпечення здійснення пенсійних виплат учасникам НПФ у відповідних випадках;

- надання зберігану розпорядження щодо перерахування грошових коштів для оплати витрат, що здійснюються за рахунок пенсійних активів;

- надання НПФ агентських і рекламних послуг, що пов'язані з його діяльністю;

- надання інформації відповідно до умов договору та законодавства;

- складання звітності у сфері недержавного пенсійного забезпечення, ведення бухгалтерського обліку та подання фінансової звітності відповідним органам виконавчої влади та раді НПФ;

- інформування учасників накопичувальної системи пенсійного страхування про умови і порядок отримання довічної пенсії за рахунок коштів, облікованих на їх індивідуальних пенсійних рахунках.

*Консультант зі страхування та недержавного пенсійного забезпечення (НПЗ)* - фізична особа, яка:

- здійснює взаємодію з клієнтами;
- виявляє страхові та оцінює ризики;
- визначає величину страхової суми та премії;
- організовує документообіг щодо укладення договору страхування та НПЗ;
- формує договори з клієнтами та забезпечує продовження цих договорів;
- сприяє залученню нових клієнтів;
- веде переговори;
- реалізує продукти в масових видах страхування;
- організовує агентські мережі;
- інформує клієнтів про умови страхування та НПЗ;
- володіє різними технологіями продажу страхових і пенсійних продуктів;
- вивчає попит, зокрема платоспроможний, на страхові послуги та послуги у системі НПЗ;
- аналізує фінансові продукти;
- формує асортимент фінансових послуг;
- складає і веде відповідну звітність.

Основними допоміжними структурами у сфері інформаційних послуг на фінансовому ринку є бюро кредитних історій, рейтингові агентства, інформаційні агентства, незалежні фінансові консультанти, інвестиційні радники, фінансові аналітики.



*Бюро кредитних історій* - юридична особа, виключною діяльністю якої є збір, оброблення, зберігання, захист і використання інформації, що складає кредитну історію, а у своїй діяльності керується Законом України від 23.06.2005 № 2704-ІУ «Про організацію формування та обігу кредитних історій». Основним видом діяльності бюро кредитних історій є ведення *кредитної історії* - сукупність інформації про юридичну або фізичну особу, що її ідентифікує, відомостей про виконання нею зобов'язань за кредитними правочинами, іншої відкритої інформації. Джерелами формування кредитних історій є відомості: що надаються користувачем (депозитною або недепозитною фінансовою установою, іншими суб'єктами господарської діяльності, які надають майно у кредит або послуги з відстроченням платежу) до бюро за письмовою згодою суб'єкта кредитної історії; державних реєстрів, інформація з інших баз даних публічного користування, відкритих для загального користування джерел за винятком відомостей (інформації), що становлять державну таємницю.

Бюро кредитних історій створюється у формі господарського товариства, а його засновниками можуть бути юридичні та фізичні особи, які здійснюють діяльність не менше трьох років з дня реєстрації та не мають заборгованості зі сплати податків та інших обов'язкових платежів за останні три роки.

Статутний капітал бюро формується виключно за рахунок грошових коштів засновників і має становити не менше 5 млн грн.

*Рейтингове агентство* - це юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів (рейтингуванні) та наданні інформаційно-аналітичних послуг, що пов'язані із забезпеченням діяльності з визначення кредитних рейтингів.

*Інформаційне агентство* - це спеціалізований суб'єкт інформаційної діяльності, який зареєстрований як юридична особа у формі інформаційного підприємства - організації, служби, центру, що діє з метою надання

інформаційних послуг для ЗМІ. У своїй діяльності вони керуються Законом України від 28.02.1995 № 74/95-ВР «Про інформаційні агентства», який закріплює правові основи діяльності таких агентств в Україні та їх міжнародного співробітництва. Їм гарантується свобода діяльності, забороняється цензура інформації, що поширюється інформаційними агентствами. Під діяльністю інформаційних агентств розуміється збирання, оброблення, створення, зберігання, підготовка інформації до поширення, випуск та розповсюдження інформаційної продукції[15].

Як і будь-які інші комерційні підприємства, вони мають отримувати прибуток від своєї діяльності, тож мають право здійснювати продаж власної продукції на основі чинного законодавства. Продукцією інформаційного агентства є матеріалізований результат його діяльності, що призначений для поширення задоволення інформаційних потреб громадян, юридичних осіб, держави. Інформація поширюється за допомогою власних структур (сайт, періодичні видання, телевізійний канал тощо), а також партнерів.

Переважає більшість агентств має у своєму розпорядженні декілька підрозділів, які спеціалізуються на певній інформації, зокрема відділ фінансової, економічної, корпоративної інформації тощо. Усі інформаційні агентства поділяються на державні, недержавні та іноземні інформаційні агентства, які діють у країнах через свої представництва. Провідними міжнародними інформаційними агентствами, які спеціалізуються виключно на наданні економічних, зокрема фінансових, новин, вважаються такі: інформаційні агентства, як *Bloomberg*, *Thomson Reuters*, фінансовоінформаційна компанія *Dow Jones & Company* та ін.

*Bloomberg* - провідне інформаційне агентство, що надає фінансову, економічну та інші види інформації професійним учасникам ринку. За допомогою його сервісів користувач має можливість ознайомитися з новинами, котируванням цін на світових біржах, працювати із системами торгівлі цінними паперами тощо. Так, новини агентства зі 146 бюро у 72

країнах надають разом з графіками, новинами компаній та аналітичним матеріалом. Агентство також надає найширший огляд тенденцій світової економіки та фінансових ринків. Сервіс *Bloomberg Professional* є потужною та гнучкою платформою для управління активами, що дає змогу отримувати необхідні дані, новини та аналітичну інформацію для прийняття обґрунтованих рішень. Для інвесторів надається інформація стосовно інвестування в країнах, що розвиваються, рішення для хедж-фондів; для компаній - новини, ринкові дані та дослідження, що впливають на них та їх інвесторів, вартість акцій тощо. Сервіс *Bloomberg Professional* також надає можливість моніторингу, оцінювання та управління ризиками на ринках. За допомогою цього сервісу користувач має доступ до науково-дослідних ресурсів від брокерів і незалежних експертів, а також прямий доступ до мережі експертів та аналітиків *Bloomberg*. Рішення *Bloomberg Portfolio & Risk Analytics* забезпечує користувача інструментами для реалізації оптимального портфеля та цільових стратегій ризику.

*Thomson Reuters* - компанія, яка є провідним світовим постачальником інтелектуальної інформації для підприємців і фахівців, що охоплює фінанси та ризики, питання оподаткування, юридичні аспекти, наукові дослідження та питання у сфері інтелектуальної власності.

*Thomson Reuters Eikon* - потужне рішення для професійних учасників фінансового ринку, що дає змогу торгувати на ринку, встановлювати контакти з колегами та партнерами, управляти ризиком тощо. Тут поширюється 2 млн оновлень цін за секунду на фінансових ринках, забезпечується поточна та історична інформація серед 400 ринків, включаючи валютні ринки, альтернативні торговельні майданчики та позабіржові ринки. Торговельний модуль базується на уніфікованій платформі, що включає робочий стіл *Thomson Reuters Eikon* і *Thomson Reuters Elektron* (платформа для підприємств), що підтримує торговельну діяльність продавців і покупців на сировинному й енергетичному ринках та на ринку цінних паперів.

Американську видавничу та фінансово-інформаційну компанію *Dow Jones & Company* було засновано 1882 р. трьома репортерами - Ч Доу, Е. Джонсом та Ч Бергстресором. Флагманом компанії є щоденна американська газета *The Wall Street Journal*, що висвітлює комерційну діяльність та фінансові новини й проблеми США та міжнародного співтовариства. Сьогодні найбільшими інформаційними агентствами в Україні є УКРІНФОРМ, УНІАН, «Інтерфакс-Україна» та «РБКУкраїна» [8,9,10].

Державне інформаційне агентство УКРІНФОРМ - найдавніше інформаційне агентство в Україні. Одержувачами його інформації є державні органи, друковані видання та телерадіокомпанії України, вітчизняні й зарубіжні підприємства та організації. Українське незалежне інформаційне агентство новин (УНІАН) здійснює підготовку 13 тематичних добірок новин, серед яких бізнес-новини, новини фінансів і банків, фондового ринку та компаній, енергетики, нерухомості й будівництва та інші новини. Інформацією УНІАН користуються близько 500 засобів масової інформації, органи державної влади, вітчизняні підприємства та представництва іноземних компаній тощо. Інформаційне агентство «Інтерфакс-Україна», що входить до міжнародної інформаційної групи *Interfax Information Services*, випускає більш ніж 40 інформаційних продуктів з політичної, економічної, фінансової тематики.

До основних інформаційних продуктів належать: загальноекономічні та галузеві (ділові новини / економіка, бізнес-панорама, огляд законодавства, фондовий ринок, страхування, статистика страхових компаній, фондова статистика, фінанси, банки України та ін.), політичні (новини й анонси) та онлайн-бази даних (архіви новин).

Провідне місце в інформаційному просторі України посідає також інформаційне агентство «РБК-Україна», що було створене за підтримки російської групи компаній «РБК». Його діяльність зосереджена на наданні фінансової, економічної та політичної інформації в Україні та за її межами.

Зокрема, для загального доступу поширюються новини політики, економіки, компаній, дослідження ринків, довідники (курси валют, депозити, FOREX, нафта, золото, світові індекси) тощо.

*Незалежний фінансовий консультант (independent financial adviser)* - це особа, яка надає консультаційні послуги у сфері фінансів фізичним і юридичним особам. Він є спеціалістом, який володіє винятковим рівнем компетентності у сфері фінансів і може допомогти зберегти та примножити заощадження. Невід'ємними рисами незалежного фінансового консультанта є: активна життєва (зокрема, і фінансова) позиція, вміння планувати та прогнозувати події, амбітність і якості лідера.

Загалом незалежні фінансові консультанти надають широкий спектр консультацій з таких питань:

- аналіз особистих доходів і витрат, особисте фінансове планування та планування сімейного бюджету, комплексний аналіз фінансового стану клієнта;
- формування індивідуальних програм накопичення;
- консультації щодо формування пенсійних накопичень;
- податкове планування (мінімізація податкових платежів);
- підбір програм ubezpieчення життя та захисту майна;
- аналіз та підбір банківських продуктів (деPOSITні програми, споживчі та іпотечні кредити тощо);
- інші послуги.

В Україні інститут незалежних фінансових консультантів лише формується, а послуги, які вони надають, належать до посередницьких. Так, згідно зі ст. 1 Закону України від 12.07.2001 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», до посередницьких послуг на ринках фінансових послуг в Україні належить «діяльність

юридичних осіб чи фізичних осіб - підприємців, що включає консультування, експертно-інформаційні послуги, роботу з підготовки, укладення та виконання (супроводження) договорів про надання фінансових послуг, інші послуги, визначені законами з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг».

У сфері інвестиційного консультування на ринку недержавних пенсійних послуг працюють інвестиційні радники, які покликані надавати консультації раді НПФ під час складання інвестиційної декларації (документа, що визначає інвестиційну політику НПФ, основні напрями та обмеження інвестування їх активів). Їх діяльність регулюється Законом України від 09.07.2003 № 1057-IV «Про недержавне пенсійне забезпечення».

Крім допомоги у складанні інвестиційної декларації, до обов'язків інвестиційного радника, відповідно до укладеного договору, також можуть входити такі функції:

- розробка інвестиційної політики НПФ та плану розміщення інвестицій за основними класами активів (акції, державні облігації, місцеві облігації тощо);

- відбір еталонних показників (індексів) як критеріїв оцінки ефективності управління активами НПФ;

- здійснення моніторингу та оцінки ефективності діяльності КУА НПФ;

- проведення виміру та аналізу обґрунтованості операційних витрат, що відшкодовуються за рахунок активів НПФ;

- здійснення пошуку та рекомендації компанії (компаній) з управління активами НПФ;

- проведення спеціальних досліджень у галузі управління активами НПФ. Інвестиційним радником НПФ може бути як належним чином підготовлена фізична особа, яка має відповідний сертифікат фахівця з

управління активами, що видається НКЦПФР за результатами атестації (складання іспиту), так і професійний учасник ринку цінних паперів

- інша КУА або торговець цінними паперами, що, відповідно до законодавства, має право надавати послуги з інвестиційного консультування (надання консультацій власникам цінних паперів).

У сфері регулювання фінансової та страхової діяльності основними допоміжними структурами є саморегулювні організації (далі - СРО) та об'єднання професійних учасників (далі - ОПУ)[[4]. В Україні діяльність СРО регулюється законами України від 23.02.2006 № 3480-1 V «Про цінні папери та фондовий ринок», від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», від 30.10.1996 № 448/96-ВР «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», від 20.12.2001 № 2908-III «Про кредитні спілки», від 12.07.2001 № 2658-III «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні», Рішенням НКЦПФР від 27.12.2012 № 1925 «Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку» тощо. За положеннями цих нормативних актів СРО є неприбутковими товариствами, які здійснюють регулятивні повноваження щодо своїх членів. Найбільш розвиненою є система саморегулювання на ринку цінних паперів.

*СРО професійних учасників фондового ринку* - неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, крім депозитаріїв, утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР.

*Об'єднання професійних учасників фондового ринку* - неприбуткове об'єднання професійних учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність, а саме: з торгівлі цінними паперами, депозитарної діяльності та управління активами інституційних інвесторів. ОПУ фондового

ринку набуває статусу СРО за певним видом професійної діяльності на фондовому ринку з дня надання НКЦПФР йому статусу СРО.

ОПУ може об'єднувати професійних учасників, які здійснюють різні види професійної діяльності на фондовому ринку, має бути зареєстрованим у встановленому законом порядку і створюється з метою захисту інтересів своїх членів. Об'єднання може подати документи для реєстрації ОПУ за одним чи декількома видами професійної діяльності, що здійснюють члени такого об'єднання.

Метою створення ефективної системи регулювання та контролю на ринку цінних паперів було утворено СРО та ОПУ ринку цінних паперів за видами діяльності, а саме:

1) Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів (ПАРД) - депозитарна діяльність і діяльність з торгівлі цінними паперами;

2) Асоціація «Українські фондові торговці» - депозитарна діяльність та діяльність з торгівлі цінними паперами;

3) Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ) - діяльність з управління активами.

### **1.3. Інституційні інвестори та специфіка діяльності з**

#### **управління їх активами**

Досліджуючи фінансовий ринок, не можна оминати увагою інституційних інвесторів, визначення яких відсутнє у Законі України від 18.09.1991 № 1560-ХІІ «Про інвестиційну діяльність». Воно з'явилося у Законі України від 23.02.2006 № 3480-ІУ «Про цінні папери та фондовий ринок», де інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського



управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, - також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

У сучасному трактуванні *інституційні інвестори* - це фінансові посередники, основна функція яких полягає у забезпеченні клієнтів фінансовими продуктами та послугами з більшою ефективністю, ніж вони могли отримати від своїх безпосередніх операцій на фінансових ринках (І. Рожкова, Н. Азарян)[14].

З іншого боку, до таких інвесторів відносять лише ті фінансові інститути, що забезпечують спільне інвестування залучених коштів індивідуальних інвесторів за принципами, визначеними цілями створення фінансового інституту, обраною інвестиційною стратегією та відповідно до законодавства (С. Черкасова). Існує думка, що в найбільш широкому розумінні інституційними інвесторами можна вважати фінансових посередників будь-якого типу (В. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейлі), а також юридичних осіб, які активно інвестують власні кошти та кошти клієнтів в акції та інші фінансові активи на професійній основі (Т. Фролова).

У контексті наших досліджень у сфері функціонування фінансового сектору економіки інституційними інвесторами є фінансові корпорації, які акумулюють фінансові ресурси фізичних і юридичних осіб з подальшою диверсифікацією цих ресурсів у різноманітні активи з метою реалізації інвестиційних цілей. Такий підхід пов'язаний із Системою національних рахунків (СНР-2008). Основним нормативно-правовим актом, що регулює діяльність з управління активами інституційних інвесторів, є Рішення НКЦПФР від 06.08.2013 № 1414 «Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів». Розглянемо його основні положення детальніше [16].

*Інвестиційна політика інституційного інвестора* - система заходів, планування, програм, спрямованих на формування та здійснення управління його інвестиційним портфелем відповідно до основних напрямів інвестиційної діяльності, визначених інвестиційною декларацією.

*Інвестиційний портфель інституційного інвестора* - сукупність цінних паперів, що перебувають у власності такого інвестора, корпоративних прав, нерухомості та інших активів з урахуванням обмежень, установлених законодавством. Особи, що провадять діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), - компанія з управління активами (КУА), професійний адміністратор НПФ щодо активів фонду, адміністратором якого він є, НБУ щодо активів створеного ним корпоративного НПФ, банк щодо активів створеного ним корпоративного НПФ у випадках, передбачених законодавством.

Для здійснення професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів юридична особа повинна в установленому порядку отримати ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами). Поєднання цієї діяльності з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку забороняється, крім випадків, передбачених законом.

КУА може здійснювати діяльність з управління іпотечним покриттям, а також одночасно здійснювати управління активами кількох інституційних інвесторів[3].

*Вимоги до договору про управління активами*

Договір про управління активами повинен містити:

- повне найменування, місцезнаходження та код за ЄДРПОУ сторін, строк дії договору;

- дату видачі ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку - діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), строк її дії (у разі наявності);

- предмет договору - управління активами за винагороду впродовж строку дії договору; - права й обов'язки сторін згідно із законодавством;

- відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору, порушення конфіденційності, розголошення інсайдерської інформації;

- порядок зміни умов договору; - умови дострокового припинення договору; - відомості про уповноважених осіб сторін договору.

Невід'ємним додатком до договору є інвестиційна декларація інституційного інвестора.

*Вимоги до договору про управління активами корпоративного інвестиційного фонду:*

1) КУА здійснює управління активами корпоративного інвестиційного фонду на підставі та відповідно до умов договору про управління активами цього фонду від імені, в інтересах фонду та за його рахунок;

2) договір про управління активами корпоративного інвестиційного фонду укладається між КУА і наглядовою радою корпоративного інвестиційного фонду та затверджується загальними зборами цього фонду.

Договір про управління активами корпоративного інвестиційного фонду також повинен містити:

- продовження строку дії договору тільки за рішенням загальних зборів акціонерів фонду;

- зобов'язання КУА щодо інвестування активів ІСІ з метою отримання максимального інвестиційного доходу за мінімально можливими ризиками відповідно до інвестиційної декларації;

- порядок відшкодування КУА збитків, завданих корпоративному інвестиційному фонду неналежним виконанням умов договору;

- розмір винагороди КУА, порядок її нарахування та оплати, а також можливість виплати премії КУА, що визначається в регламенті такого фонду відповідно до законодавства.

#### *Вимоги до договору про управління активами Пенсійного фонду*

1) договір про управління активами Пенсійного фонду укладається між особою, що здійснює управління пенсійними активами, та радою фонду;

2) крім вищезазначених вимог, договір повинен містити: - вид пенсійного фонду, який зазначається в його найменуванні;

- застереження щодо конфіденційності; - обсяги пенсійних активів та умови їх розподілу (перерозподілу) між особами, що здійснюють управління активами пенсійного фонду, у разі укладення договору про управління цими активами більше ніж з однією такою особою;

- порядок подання звітності та інформації раді пенсійного фонду особою, що здійснює управління пенсійними активами;

- розмір та порядок виплати винагороди за надання послуг з управління активами пенсійного фонду відповідно до законодавства.

Договір про управління активами пенсійного фонду може містити:

- зобов'язання особи, яка здійснює управління активами пенсійного фонду, щодо забезпечення мінімальної дохідності на рівні офіційного індексу інфляції;

- порядок відшкодування особою, яка здійснює управління активами пенсійного фонду, збитків, завданих фонду неналежним виконанням умов договору;

- порядок заміни особи, що здійснює діяльність з управління активами пенсійного фонду.

*Функції осіб, які здійснюють діяльність з управління активами*

Особа, яка здійснює управління активами інституційних інвесторів, виконує такі функції:

1) аналізує активи, що належать інвестору та перебувають в її управлінні, та активи, у які планується здійснити інвестування;

2) здійснює моніторинг вартості активів, що належать інвестору та перебувають в її управлінні;

3) проводить розрахунок ризиків під час здійснення інвестування активів, що належать інвестору та перебувають в її управлінні;

4) здійснює розрахунок дохідності та ризикованості інвестиційного портфеля інвестора;

5) складає та надає до НКЦПФР звітність та іншу інформацію відповідно до законодавства;

6) забезпечує режим конфіденційності щодо планування інвестиційної діяльності інвестора;

7) забезпечує розкриття інформації відповідно до законодавства.

Функції осіб, які здійснюють управління активами ІСІ та пенсійних фондів, наведено у табл. 1.1.

1) управляти активами інвестора відповідно до вимог законодавства;

2) діяти в інтересах інвестора (формуванню інвестиційний портфель відповідно до інвестиційної декларації з метою отримання максимального доходу при мінімально можливих ризиках з урахуванням умов, зазначених у договорі про управління активами, кон'юнктури ринку цінних паперів, ризику вибору контрагента та інших факторів ризику);

**Функції осіб, які здійснюють управління активами ІСІ  
та пенсійних фондів**

<b>КУА ІСІ</b>	<b>Особа, яка здійснює управління активами пенсійних фондів</b>
<p>1) складає та надає в порядку, передбаченому нормативноправовими актами НКЦПФР, внутрішніми документами КУА, регламентами, проспектами емісії цінних паперів ІСІ, інформацію щодо результатів діяльності ІСІ;</p> <p>2) організовує рекламну кампанію ІСІ та їх цінних паперів;</p> <p>3) розробляє пропозиції щодо інвестиційної політики ІСІ;</p> <p>4) представляє інтереси ІСІ у відносинах з органами державної влади, юридичними та фізичними особами (резидентами і нерезидентами), міжнародними та громадськими організаціями;</p> <p>5) залучає представників КУА до складу ліквідаційної комісії ІСІ у разі його припинення;</p> <p>6) призначає представників КУА з правом дорадчого голосу для участі в загальних зборах акціонерів корпоративного інвестиційного фонду та інформує загальні збори про її діяльність;</p> <p>7) вимагає проведення позачергових зборів учасників корпоративного інвестиційного фонду.</p>	<p>1) надає раді пенсійного фонду пропозиції щодо внесення змін до його інвестиційної декларації;</p> <p>2) складає та надає раді пенсійного фонду звітність та інформацію відповідно до законодавства та укладеного договору про управління активами;</p> <p>3) складає та надає адміністратору пенсійного фонду інформацію відповідно до законодавства;</p> <p>4) бере участь (у разі запрошення радою) у засіданнях ради пенсійного фонду, на яких розглядаються питання щодо результатів діяльності такого фонду;</p> <p>5) інші функції, передбачені законодавством, внутрішніми документами особи, що здійснює діяльність з управління активами, та договором про управління активами.</p>

*Обов'язки КУА та особи, яка здійснює діяльність з управління активами інституційних інвесторів:*

3) аналізувати інформацію щодо зміни вартості цінних паперів та приймати оперативні рішення щодо цінних паперів, які перебувають у портфелі інвестора;

4) вимагати наступного робочого дня після проведення операцій з цінними паперами від торговця цінними паперами звіт про здійснення операцій з цінними паперами у формі, передбаченій відповідним договором.

*Звіт повинен містити таку інформацію:*

- розмір винагороди, яка сплачується торгівцю цінними паперами;
- вартість клірингових та інших послуг, пов'язаних з обслуговуванням договорів купівлі-продажу цінних паперів з метою формування активів інвестора;
- розмір прямих та непрямих винагород, комісійних та заохочень у грошовій або іншій формі, які торговець цінними паперами одержує у зв'язку з виконанням операції, що є предметом договору між торговцем цінними паперами та КУА або особою, що здійснює управління активами пенсійних фондів;
- ціна купівлі чи продажу цінних паперів;
- інформація про те, чи були цінні папери, придбані для інвестора, у власності торговця цінними паперами;

5) дотримуватися вимог законодавства у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму;

б) сприяти працівникам центрального органу виконавчої влади, що реалізує державну політику у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму в проведенні аналізу фінансових операцій, що підлягають фінансовому моніторингу, та НКЦПФР у виконанні функції регулювання та нагляду.

Функції осіб, які здійснюють управління активами ІСІ та пенсійних фондів, наведено у табл. 1.2.

Формування резервного фонду особи, що здійснює діяльність з управління активами пенсійного фонду, відбувається за рахунок прибутку такої особи у розмірі не менше ніж 25 відсотків від розміру статутного капіталу[2].

**Функції осіб, які здійснюють управління активами ІСІ  
та пенсійних фондів**

<b>К У А щодо активів ІСІ</b>	<b>Особа, яка здійснює діяльність з управління активами щодо активів Пенсійного фонду</b>
<p>1) дотримуватися показників (нормативів), які обмежують ризики учасників фонду;</p> <p>2) готувати проекти інформаційних повідомлень про випуск цінних паперів ІСІ; 3) подавати на реєстрацію регламент, проспект емісії акцій та зміни до них, укладати та розривати договори з аудитором, торговцем цінними паперами, Центральним депозитарієм, оцінювачем майна - для корпоративного інвестиційного фонду;</p> <p>4) розробляти та подавати на реєстрацію регламент, проспект емісії інвестиційних сертифікатів та зміни до них, укладати та розривати договори з аудитором, зберігачем, торговцем цінними паперами, Центральним депозитарієм, оцінювачем майна - для пайового інвестиційного фонду;</p> <p>5) організовувати розміщення та викуп розміщених цінних паперів ІСІ;</p> <p>6) залучати до процесу розміщення та викупу цінних паперів ІСІ торговця цінними паперами;</p> <p>7) забезпечувати вільний доступ інвесторів до інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів ІСІ, регламенті та змінах до них;</p> <p>8) забезпечувати викуп цінних паперів ІСІ на вимогу їх власників за рахунок активів ІСІ, а у разі їх відсутності - позикових або власних коштів;</p> <p>9) розраховувати вартість чистих активів ІСІ, подавати звітність про результати діяльності до НКЦПФР, забезпечувати розкриття такої інформації;</p> <p>10) брати участь в управлінні діяльністю юридичної особи, акції (частки, паї) якої належать до складу активів ІСІ, активами якого управляє КУА;</p> <p>11) у разі зупинення розміщення цінних паперів ІСІ відкритого та інтервального типу надавати повідомлення про це до депозитарію, з яким укладено договір про обслуговування емісії цінних паперів, та до НКЦПФР у строк не пізніше робочого дня, наступного за днем зупинення, із зазначенням причин такого зупинення;</p> <p>12) дотримуватися пруденційних нормативів щодо діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами);</p> <p>13) подавати до НКЦПФР розрахунок показників виконання встановлених пруденційних нормативів щодо діяльності з управління активами (діяльності з управління активами)</p>	<p>1) здійснювати розрахунок чистої вартості активів окремо щодо кожного пенсійного фонду, активи якого перебувають в її управлінні;</p> <p>2) складати та подавати звітність до НКЦПФР відповідно до нормативно-правових актів, що регулюють діяльність інституційних інвесторів;</p> <p>3) подавати щороку раді Пенсійного фонду пропозиції щодо внесення змін до інвестиційної декларації Пенсійного фонду;</p> <p>4) дотримуватися внутрішніх правил та процедур оцінки і управління ризиками, пов'язаними з інвестуванням пенсійних активів;</p> <p>5) подавати у строк, передбачений відповідними договорами, копії розпорядження (разового замовлення) щодо операцій з цінними паперами зберігачу Пенсійного фонду у разі надання такого розпорядження (разового замовлення) торговцю цінними паперами;</p> <p>6) інші обов'язки.</p>



Розмір щорічних відрахувань до резервного фонду передбачається установчими документами такої особи, але не може бути менше 5 відсотків від суми чистого прибутку. Резервний фонд може зберігатися в грошових коштах, зокрема на окремих депозитних банківських рахунках, відкритих особою, що здійснює діяльність з управління активами пенсійних фондів, банківських металах, у тому числі на депозитних рахунках у банківських металах, розміщуватися в державні цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України.

### **Контрольні запитання**

1. У чому полягає зміст управління фінансовими активами?
2. Що включає у себе система управління фінансовими активами?
3. Які види економічного аналізу використовуються в управлінні фінансовими активами?
4. У чому полягають функції осіб, які здійснюють діяльність з управління активами?

### **Тести**

***1. Поняття «управління фінансовими активами» може розглядатися як:***

- а) метод пізнання економічних процесів та явищ;
- б) самостійна функція в системі інвестиційного менеджменту;
- в) процес аналітичної обробки інформації в ході обґрунтування та ухвалення інвестиційних рішень;
- г) усі відповіді правильні.

***2. Сукупність учасників ринку та правовідносин між ними щодо формування, розподілу та перерозподілу тимчасово вільних фінансових***

*ресурсів на основі взаємодії попиту та пропозиції фінансових інструментів*  
*- це:*

- а) фінансовий сектор;
- б) фінансовий ринок;
- в) ринок цінних паперів;
- г) правильної відповіді немає.

*3. Сектор фінансових корпорацій складається з такої сукупності інституційних одиниць:*

- а) усі фінансові корпорації;
- б) дочірні підприємства корпорацій-нерезидентів, які надають фінансові послуги на території України тривалий період;
- в) усі НКО, які надають ринкові фінансові послуги;
- г) усі відповіді правильні.

*4. Фінансові корпорації поділяються на:*

- а) фінансові посередники; допоміжні фінансові корпорації; інші фінансові корпорації;
- б) національні та під іноземним контролем;
- в) банківські та небанківські фінансові установи;
- г) правильної відповіді немає.

*5. Фінансова установа - це юридична особа, яка:*

- а) надає одну чи декілька фінансових послуг;
- б) надає послуги (операції), пов'язані з наданням фінансових послуг, у випадках, прямо визначених законом;
- в) внесена до відповідного реєстру в установленому законом порядку;

г) усі відповіді правильні.

**6. До фінансових установ належать:**

а) установи накопичувального пенсійного забезпечення;

б) інститути спільного інвестування;

в) страхові брокери;

г) усі відповіді правильні.

**7. Яка з перерахованих організацій належить до саморегулівних:**

а) Українська асоціація інвестиційного бізнесу;

б) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;

в) Базельський комітет з банківського нагляду;

г) Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

**8. Саморегулівні організації діють переважно на:**

а) страховому ринку;

б) кредитному ринку;

в) ринку цінних паперів;

г) ринку нерухомості.

**9. До інституційних інвесторів віднесено:**

а) інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди);

б) страхові компанії;

в) недержавні пенсійні фонди;

г) усі відповіді правильні.

**10. До осіб, що провадять діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), відносять:**

- а) компанію з управління активами;
- б) професійний адміністратор недержавного Пенсійного фонду щодо активів фонду, адміністратором якого він є;
- в) банк щодо активів створеного ним корпоративного Пенсійного фонду;
- г) усі відповіді правильні.

#### **Рекомендована література:**

1. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підруч. / Габбард Р. Глен ; пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. - К. : КНЕУ, 2004. - 889 с.

2. Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010): Наказ Держспоживстандарту України : від 11.10.10 № 457 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/7code=vb457609-10>.

3. Класифікація інституційних секторів економіки України : Наказ Держкомстату України : від 18.04.05 № 96 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.kapitalizator.com/natsionalni-derzhavni-statystychni-klassyfikatsiyi-klassifikatory>.

4. Коваленко Ю. М. Відповідність законодавства України у сфері фінансового сектора світовим правовим нормам. *Економічний вісник університету : зб. наук, праць. - Переяслав Хмельницький : ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Єригорія Сковороди», 2010. - Спец, випуск.- Т. 1.-С. 111-117.*

5. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки : *монографія*. Ірпінь: НУДПСУ, 2013. 608 с.

6. Коваленко Ю. М. Проблеми у формуванні підсекторів сектора фінансових корпорацій економіки України. *Економіка: проблеми теорії і практики : зб. наук, праць : в 7 т. - Т. I. - Дніпропетровськ : ДНУ, 2010. - Вип. 261. - С. 22-30.*

7. Коваленко Ю. М. Специфіка управління активами інституційних інвесторів. *Сучасні питання економіки і права : зб. наук, праць. - К. : КіМУ, 2016. Вип. 1-2 (10). С. 89-95.*

8. Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку. *Фінанси України. 2010. № 9 (178). С. 91-99.*

9. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. Ірпінь : НУДПСУ, 2010.-350 с.

10. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб'єкти. *Фінанси України.-2013.-№ 1 (206). С. 101-112.*

11. Коваленко Ю. Структура сектору фінансових корпорацій: міжнародні стандарти і проблеми вибору для України. *Економіст. 2011 № 7 (297). С. 43-47.*

12. Колб Р. В., Дж. Родригес. Финансовые институты и рынки: учеб.; пер. 2-го амер. изд. М. : Дело и Сервис, 2003. -688 с.

13. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. пер. з англ. С. Еіанчишин, Е. Стеблій, А. Стасишин. К. : Основи, 1998. 963 с.

14. Пересада А. А., Ю. М. Коваленко, А. А. Пересада. Фінансові інвестиції: підруч. К. : КНЕУ, 2006. 728 с.

## **РОЗДІЛ 2 МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ**

2.1. Фінансові інструменти та активи, їхні класифікації

2.2. Процес управління фінансовими активами

### **2.1. Фінансові інструменти та активи, їх класифікації**

У сучасній економічній літературі наведена велика кількість визначень фінансових інструментів, основними з яких є [14]:

- фінансовий інструмент - це узаконений сертифікат, що належить його власнику та засвідчує вкладення коштів або майна з метою отримання доходу виключно за рахунок господарської діяльності інших;

- як фінансовий інструмент приймається будь-який документ, який пов'язаний з виникненням права на грошові або інші цінності, що не можуть бути реалізованими або переданими іншій особі без наявності подібного документа;

- вказаним терміном охоплюються будь-які грошові документи, включаючи цінні папери чи операції з ними;

- фінансові інструменти - це контракти, результатом яких є поява певної статті в активах одного суб'єкта і статті у пасивах іншого суб'єкта інвестування;

- фінансові інструменти - це різноманітні форми фінансових зобов'язань (для коротко- та довгострокового інвестування), торгівля якими здійснюється на фінансовому ринку.

Вони включають грошові кошти та цінні папери. Фінансові інструменти є різноманітними фінансовими документами, що обертаються на ринку та мають грошову вартість. Вони поділяються на різні види залежно від способів,

цілей, методів, форм нагромадження коштів і відіграють найбільшу роль в організації та функціонуванні фінансового ринку.

У Системі національних рахунків (СНР-2008) термін «інструмент» може використовуватися для статей у балансі фінансових активів і пасивів відносно як активів, так і зобов'язань.

У класифікацію фінансових інструментів включені два класи фінансових активів:

1) золото в зливках, що належить органам грошово-кредитного регулювання та іншим суб'єктам, які фактично перебувають під контролем цих органів, і зберігається як фінансовий актив і є компонентом міжнародних резервів;

2) акції, інші корпоративні цінні папери та участь у фінансовому капіталі. У них немає фіксованої викупної вартості, як це має місце для багатьох інших фінансових активів, але вони є вимогами акціонерів до чистої вартості капіталу корпорації. При цьому класифікація фінансових інструментів стала ускладненою через фінансові нововведення, що привели до розвитку та збільшення використання нових і часто складних фінансових активів та інших фінансових інструментів з тим, щоб задовольнити потреби інвесторів щодо термінів погашення, прибутковості, безпеки та інших чинників.

Згідно з директивами 2014/65/ЄС Європейського парламенту та Ради від 15.05.2014 «Про ринки фінансових інструментів», якою вносяться зміни у Директиви 2002/92/ЕС і Директиви 2011/61/ЄС, до фінансових інструментів віднесено: [24]

1. Оборотні цінні папери.
2. Інструменти грошового ринку.
3. Паї організацій колективного інвестування.

4. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з цінними паперами, валютою, ставками процента або дохідністю, квотами на викиди або іншими деривативними інструментами, фінансовими показниками або фінансовими заходами, за якими здійснюються фізичні та готівкові розрахунки.

5. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з товарами, розрахунки за якими повинні бути здійснені готівкою або можуть бути здійснені готівкою за вибором однієї зі сторін, крім через невиконання.

6. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з товарами, за якими можуть здійснюватися фізичні розрахунки за умови, що торгівля ними здійснюється на регульованому ринку.

7. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з товарами, за якими можуть здійснюватися фізичні розрахунки, та не призначені для використання в комерційних цілях, володіють характеристиками інших деривативних фінансових інструментів.

8. Деривативні інструменти для передачі кредитного ризику.

9. Фінансові контракти на різницю.

10. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з кліматичними змінними, фрахтовими ставками або ставками інфляції чи іншими офіційними економічними статистичними даними, розрахунки за якими повинні бути здійснені готівкою або можуть бути здійснені готівкою за вибором однієї зі сторін, крім через невиконання зобов'язань чи іншого припинення події, а також будь-які інші контракти на деривативи, що



пов'язані з активами, правами, обов'язками, індексами та заходами, які мають характеристики інших деривативних фінансових інструментів.

11. Емісії на викиди, що складаються з будь-яких одиниць, визнаних відповідно до вимог Директиви 2003/87/ЕС (Схема торгівлі викидами).

Згідно із Законом України від 23.02.2006 № 3480-ІУ «Про цінні папери та фондовий ринок» фінансові інструменти - цінні папери, строкові контракти (ф'ючерси), відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони). Питання класифікації, визнання, оцінки фінансових інструментів та розкриття інформації про них у фінансовій звітності розглядаються в МСБО 32 «Фінансові інструменти: розкриття та подання» і МСБО 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка». 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» [20].

*Фінансовий інструмент* - контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого. Вони поділяються на фінансові активи, фінансові зобов'язання, інструменти власного капіталу та похідні фінансові інструменти.

*Фінансові активи* - це специфічні активи, тобто законні вимоги власників цих активів щодо отримання певного доходу в майбутньому. Наприклад, у системі національних рахунків вони визначаються як об'єкти, що мають вартість і перебувають у власності економічних суб'єктів, від яких

варто очікувати в майбутньому одержання прибутку або інших доходів. У цілому термін «актив» (об'єкт власності) 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 та попиту на нього залежно від ринкової кон'юнктури.

У Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» визначено, що *фінансові активи* - це кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів. Натомість у П(С)БО 13 до них віднесено:[16]

- а) грошові кошти та їх еквіваленти;
- б) контракти, що надають право отримати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого підприємства;
- в) контракти, що надають право обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно вигідних умовах;
- г) інструменти власного капіталу іншого підприємства.

*Фінансові активи за П(С)БО 13 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.

Фінансовий актив, призначений для перепродажу - фінансовий актив, придбаний з метою подальшого продажу для отримання прибутку від короткотермінових змін його ціни та/або винагороди посередника.

*Фінансове зобов'язання* - контрактне зобов'язання: а) передати грошові кошти або інший фінансовий актив іншому підприємству; б) обмінятися

фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно не вигідних умовах.

Фінансові зобов'язання включають фінансові зобов'язання, призначені для перепродажу, та інші фінансові зобов'язання. Фінансове зобов'язання, призначене для перепродажу - фінансове зобов'язання, що виникає внаслідок випуску фінансового інструмента з метою подальшого продажу для отримання прибутку від короткотермінових коливань його ціни та/або винагороди посередника.

*Інструмент власного капіталу* - контракт, який підтверджує право на частину в активах підприємства, що залишається після вирахування сум за всіма його зобов'язаннями. До інструментів власного капіталу належать прості акції, частки та інші види власного капіталу. Відповідно до П(С)БО-13 «Фінансові інструменти» 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 та інші похідні фінансові інструменти [20].

Взагалі визначення є зрозумілим, але воно вимагає конкретних пояснень. Часткове пояснення можна знайти у п. 9 П(С)БО-13, де зазначається, що похідні фінансові інструменти включають ф'ючерсні контракти, форвардні контракти та інші похідні фінансові інструменти. У цілому основним результатом вільного перетворення фінансових інструментів у грошові кошти та навпаки є розподіл фінансового ринку на первинний і вторинний [16].

Первинний ринок утворюється у процесі випуску фінансових інструментів, а на вторинному перебувають в обігу реалізовані на первинному ринку фінансові інструменти. Життєвий цикл будь-якого фінансового

інструменту визначається періодом часу між датою його випуску і датою погашення і, як правило, складається з трьох етапів:

- емітування та продаж на первинному ринку;
- обіг, тобто період від дати емітування фінансового інструменту до дати погашення. У цей період часу він зберігається у власника або може бути перепроданим на вторинному ринку;

- погашення або обмін на готівку, майно чи інші фінансові інструменти.

Вартість фінансових інструментів, як правило, перебуває в прямій залежності від тривалості їх життя. Це знаходить свій вираз у тому, що зі збільшенням життєвого циклу збільшується вартість фінансового інструменту. Переважна більшість фінансових інструментів підпадає під поняття цінних паперів, а їх інвестиційні якості проявляються у взаємодії з грошовим обігом і кредитом, що потребує більш детального висвітлення.

Банківські позички, що надаються в грошовій формі, дозволяють:

- знизити обмеження щодо обсягів наданих кредитів і строків користування, що досягається мобілізацією тимчасово вільних грошових коштів широкого кола вкладників;
- оцінити на професійному рівні кредитоспроможність позичальників з метою забезпечення своєчасного повернення позичок;
- зменшувати їх вартість для виробників через масовий характер.

Переваги банківського кредитування пов'язані з його властивістю накопичувати в банківській установі заощадження від дрібних до великих. Ці заощадження знаходять своє виробниче спрямування через те, що їх власники є кредиторами банку і сприяють переміщенню ресурсів за допомогою механізму кредитування в економічну діяльність, що потребує додаткових коштів. Однак при цьому власники коштів втрачають контроль за їх

використанням, оскільки це право переходить до банку. Подібна ситуація спричиняє такі проблеми [2]:

1) банківський кредит не може забезпечити зацікавленість інвестора у раціональному використанні ресурсів, оскільки останній не може впливати на їх використання. Можливість стати безпосереднім інвестором в об'єкт фінансування дають вкладення коштів у цінні папери;

2) оперативна ліквідність вкладених коштів під час банківського кредитування практично маловірогідна. Разом з тим цілком реальним є швидке перетворення цінних паперів у гроші, і навпаки;

3) широкий вибір фінансових інструментів значно прискорює, полегшує та спрощує доступ суб'єктів господарювання до додаткових коштів;

4) природне прагнення інвесторів до максимальної ефективності вкладеного капіталу спонукає до зацікавленості у цьому всіх учасників процесу відтворення. Тому нагальною є потреба залучення до цих процесів цінних паперів, особливо з високими інвестиційними якостями.

## **2.2. Процес управління фінансовими активами**

Процес управління фінансовими активами включає такі етапи[15]:

- 1) постановка цілей інвестування;
- 2) формування основних напрямів інвестиційної політики з урахуванням нормативних обмежень;
- 3) вибір портфельної стратегії;
- 4) вибір активів, що будуть включені до інвестиційного портфеля;
- 5) оцінка ефективності інвестицій.

*Постановка цілей інвестування.* Основними цілями інвестора є дохідність, безпека вкладень, зростання капіталу і ліквідність.

*Доходність* являє собою можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з дивідендів або відсотків за фінансовими інструментами (поточна доходність) і курсової різниці (додаткова доходність).

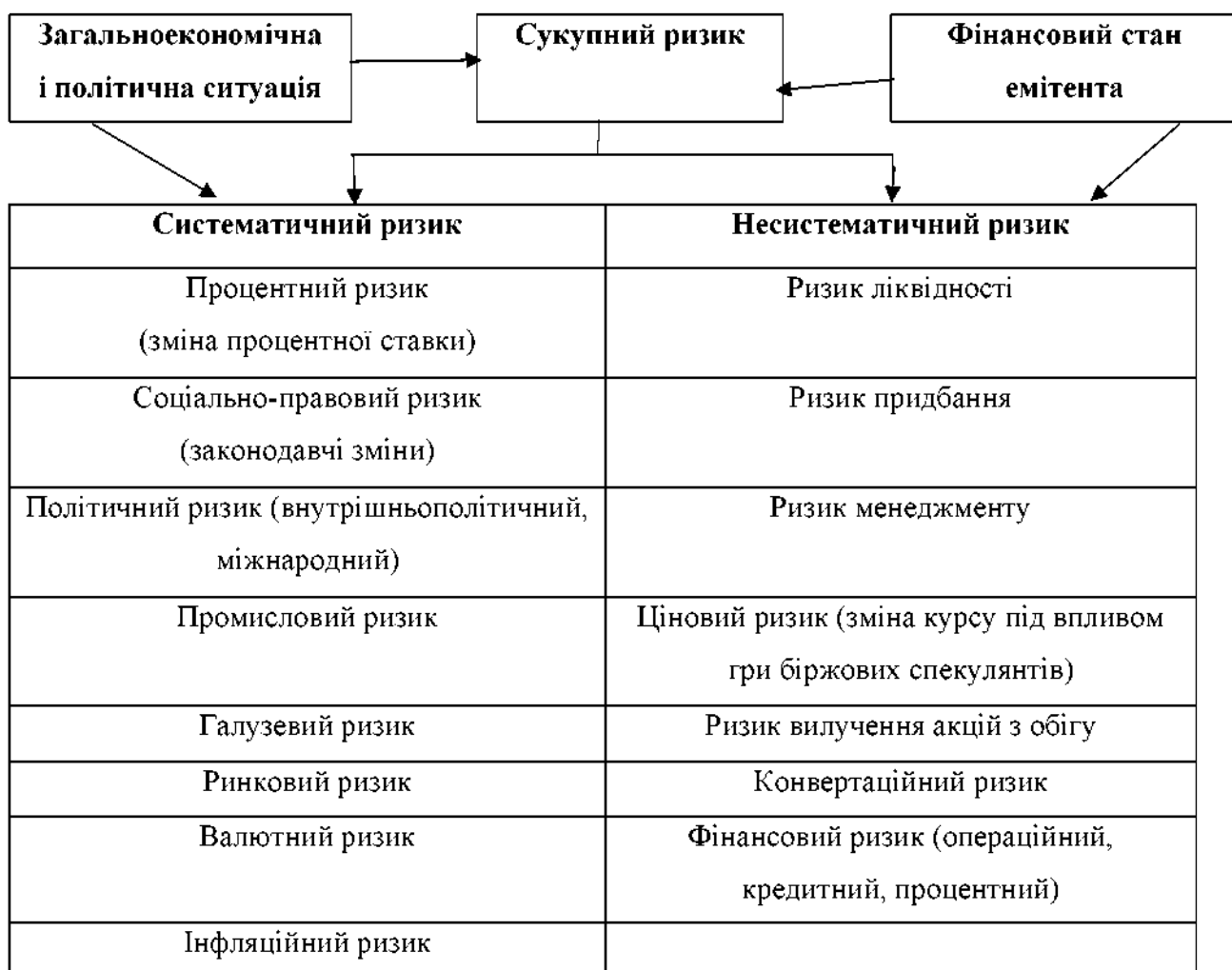
Наприклад, основним показником за визначення доходності певних цінних паперів є ставка дивіденду компанії, що порівнюється із середньою процентною ставкою за довгостроковими депозитами домогосподарств та корпорацій. Коли відношення цих показників менше одиниці, то доходність таких паперів буде недостатньою.

Доходність фінансових інструментів за певний період часу можна визначити шляхом відношення загальної суми доходу до ціни придбання цього інструменту.

Другою важливою інвестиційною метою є безпека капіталу, яка знаходить своє вираження у збереженні величини капіталу для одержання майбутніх доходів. Тут потрібно зазначити, що безпека капіталу означає дещо більше за просте збереження обсягу капіталу. Вона також означає захист купівельної спроможності фінансових інструментів і здатність емітента нести відповідальність перед інвестором за залучені кошти. Звичайно, безпека капіталу тісно пов'язана з ризиком, що виникає під час вкладання коштів у фінансові активи. Західні економісти розрізняють дві категорії ризику, що складають у підсумку сукупний ризик інвестицій - систематичний і несистематичний ризику.

Види основних інвестиційних ризиків для інвесторів наведено на рис 2.1[14]. Перерахувати всі можливі конкретні ризики не здається нам можливим, оскільки їх кількість постійно зростає. Оцінку ризику різних видів і окремих випусків цінних паперів у розвинених країнах дають спеціалізовані рейтингові агенції, які присвоюють паперам відповідні рейтинги. Це дозволяє робити висновки про ймовірність своєчасного погашення зобов'язань. Найбільш авторитетними і відомими у західній практиці є ранжування цінних

паперів, які використовуються компаніями *Moody 's* і *Standard&Poor 's*. Інвестори, як правило, обмежуються придбанням цінних паперів з високими інвестиційними якостями.



**Рис. 2.1. Класифікація ризиків в управлінні фінансовими активами[14]**

Рациональні управлінські рішення щодо вкладення капіталу повинні базуватися на оцінці співвідношення ризику та доходу. Одні інвестиції можуть мати більш високу дохідність, інші - дещо нижчу. Як правило, повністю позбутися дії ризиків не можна, однак ними можна управляти. Досвід показує, що серйозні проблеми мають ті інвестори, які здійснюють інвестування без чіткого фінансового плану, або ті, які купують цінні папери в надії отримати наддохідність, не враховуючи при цьому, що великий дохід передбачає великий ризик. Є інвестори, які не мають інформації про об'єкт інвестування і в своїх рішеннях суто вірять у випадок або рекламу, або ті, хто не

диверсифікує свої вкладення, тобто «кладе всі яйця в один кошик». Тому у разі складання фінансового плану доцільно звернутися до аналогічної інформації та обрати ті категорії і види інвестицій, які найбільш повно відповідають інтересам конкретного інвестора[3].

Усі відомі у світовій практиці управління фінансовими активами способи боротьби з ризиками можна віднести до внутрішніх (диверсифікація; лімітування; спеціальні механізми торгівлі й укладання угод, що знижують імовірність втрат за рахунок ускладнення і подорожчання технічних процедур; управління активами та пасивами; отримання додаткової інформації) і до зовнішніх (хеджування; перенесення ризиків на іншу особу за допомогою гарантій або страхування; розподіл ризиків між значною кількістю осіб («диверсифікація навпаки»)).

Диверсифікація ризику передбачає розподіл капіталу між пакетами цінних паперів різної якості та різних термінів погашення. У такий спосіб інвестор або управляючий активами формує портфель з різних інструментів. При цьому виникає портфельний ризик (систематичний і несистематичний). За допомогою диверсифікації можна зменшити виключно несистематичний ризик. Згідно з аналітичними даними включення у склад портфеля більше 15 різних фінансових інструментів не дає очікуваного ефекту в частині зменшення портфельного ризику через ефект зайвої диверсифікації. А вона, у свою чергу, може призвести до таких результатів:

- портфельне управління може виявитися неякісним;
- придбання недостатньо дохідних, безпечних і ліквідних фінансових інструментів;
- високі витрати на купівлю невеликих партій цінних паперів;
- зростання витрат, що пов'язані з пошуком привабливих фінансових інструментів.



Лімітування базується на завчасному обмеженні можливих втрат. Прикладом цього є лімітований (обмежений) наказ брокеру в системі електронних торгів, коли папери купують за вказаною клієнтом ціною і нижче, а продаються за цією ціною і вище.

Спеціальні механізми торгівлі й укладання угод являють собою резервування коштів на купівлю фінансових інструментів, депонування цінних паперів, що виставляються на продаж, механізм маржинальних внесків у клірингову палату тощо. Вони використовуються здебільшого на високоорганізованих ринках. Ці методи зменшення ризиків тільки створюють ілюзію усунення збитків, насправді ж вони дозволяють лише зменшити ці ризики і зробити їх регулярними.

Отримання додаткової інформації. В англо-американській літературі юридичні і фізичні особи, які володіють внутрішньою комерційною інформацією фірми, носять назву інсайдерів (*insiders*). Вони частіше за інших починають купувати фінансові інструменти перед зростанням цін або доходів, а продавати - перед падінням.

У 70-х рр. ХХ ст. американські економісти Е. Фалга і М. Йенсен розробили теорію ефективних фінансових ринків, де зазначено, що менеджер не може довго приховувати інформацію від конкурентів, а ціни фінансових активів (зокрема, акцій) відображають усю поточну інформацію. У цієї теорії багато опонентів, які на основі фактів доводять, що інсайдери можуть мати певні переваги, але час від часу. Як відомо, для функціонування цивілізованого ринку необхідно дотримуватися принципів прозорості, відкритості та доступності, впорядкованості та конкурентності. Зменшити ризик втрат дозволить обов'язкове розкриття інформації професійним учасником фінансового ринку.

Відповідно до Закону України від 12.07.2001 № 2664-III «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» фінансові установи повинні розкривати[16]:

1) фінансову та консолідовану фінансову звітність, яка складається та подається відповідно до законодавства;

2) звіт про корпоративне управління (для фінансових установ, утворених у формі акціонерних товариств), що складається відповідно до вимог цього закону, законів з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг та прийнятих, згідно з такими законами, нормативно-правових актів органів, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і подається: - акціонерам фінансової установи; - органам, які, відповідно до закону, здійснюють нагляд за діяльністю відповідної фінансової установи разом з річною звітністю;

3) звітні дані (інші, ніж фінансова та консолідована фінансова звітність), що складаються та подаються відповідно до вимог законів з питань регулювання ринків фінансових послуг та прийнятих, згідно з такими законами, нормативно-правових актів органів, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг;

4) інформацію, що надається клієнтам.

Щодо інституційних інвесторів - банків, страхових компаній, інститутів спільного інвестування і недержавних пенсійних фондів, то найбільш складним і необхідним способом зниження ризиків для них є управління активами та зобов'язаннями (пасивами), що більшою мірою обумовлює 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 термін, коли відбувається виплата цієї суми.

Зобов'язання першого типу відрізняються тим, що сума і термін виплат відомі достовірно. Вони притаманні банкам, а також страховим компаніям зі страхування життя, якщо останні пропонують гарантований інвестиційний

контракт (зобов'язання виплатити певну гарантовану процентну ставку за визначений 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 інвестованих коштів адекватну дохідність, а також підтримувати прийнятний рівень перевищення активів над зобов'язаннями або надлишок. Діяльність інвестора для досягнення зазначених цілей носить 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[26].

Наприклад, у США розраховуються три типи надлишку: офіційний (розраховується тільки інституційними інвесторами, які перебувають 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 у разі формування 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.

Серед зовнішніх способів ухилення від ризику найбільш розповсюдженим є хеджування (*hedging*), тобто підхід, коли свідомо використовується протилежна реакція різних фінансових інструментів на одну й ту саму подію.

Активи розподіляються таким чином, що сумарний вплив певної події на їхню вартість виявився нульовим. Через це можна нейтралізувати ризик, однак існує вірогідність відмови від можливого доходу. Інструментами хеджування є свопи, ф'ючерси, форварди та опціони.

Третім важливим завданням інвестора є зростання капіталу, коли вартість початкових інвестицій з часом зростає. Найбільші можливості для реалізації цієї цілі потрібно очікувати від вкладень в акції зростання й акції молодих компаній, які впроваджують нові технології та 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 цінні папери, а також надання гнучкості управлінню інвестиціями.

І, нарешті, четверта інвестиційна ціль - ліквідність, яка є бажаною під час формування портфеля, оскільки дозволяє інвестору не лише швидко продати фінансові інструменти, але і не втратити у ціні в певних ситуаціях.

Гострою проблемою українського ринку цінних паперів є саме відсутність ліквідності у значної кількості цінних паперів, 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 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 як діючу економічну одиницю, то для її досягнення потрібно враховувати інтереси трьох сторін - акціонерів, вкладників і органів регулювання. Звичайно, зважені дії інвестиційних менеджерів можуть практично виключити будь-які ризики, однак тут не досягається така ціль, як дохідність.

Банк акумулює активи за допомогою депозитних операцій, а згодом акумульовані активи інвестуються у ринкові фінансові інструменти або видаються у вигляді кредитів. Інвестиційна ціль у цьому випадку полягає у тому, щоб дохідність інвестицій була вищою за вартість залучених коштів. Вона також має бути вищою за дохідність кредитних операцій через надання кредитів на більш тривалі строки порівняно з цінними паперами. Конкурентами банків у залученні заощаджень усіх верств населення сьогодні стають страхові компанії і пенсійні фонди через надання спеціальних послуг, активний розвиток фінансового ринку, а також зростання доходів

домогосподарств. Провідною функцією страхових компаній в економіці ринкового типу є залучення капіталу шляхом страхування, а надання страхових послуг вважається другорядною функцією, лише засобом для мети нагромадження 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 ринку цінних паперів.

Відповідно до Закону України від 07.03.1996 № 85/96-ВР «Про страхування» для забезпечення ефективної інвестиційної діяльності кошти страхових резервів повинні розмішуватися на принципах безпечності, прибутковості, ліквідності і диверсифікованості[3].

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 й обсяг виплат перевищує обсяг внесків, то його метою буде створення потоку грошових коштів на рівні, що забезпечує ці виплати. Якщо ж фонд є молодим, і актуальні розрахунки свідчать про те, що виплати перевищать надходження через декілька років, то основною інвестиційною ціллю буде одержання доходу у середньостроковій 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, та фонди, орієнтовані на конкретні країни, дорогоцінних металів тощо. На етапі створення цих інститутів для потенційних інвесторів випускається проспект, в якому описуються цілі фонду, а змінити їх можна тільки за підтримки більшості акціонерів.

У цілому систему інвестиційних цілей в управлінні фінансовими активами можна викласти у такій редакції (за перевагою)[23]:

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

Отже, інституційний інвестор формулює цілі інвестування, оцінює наявний інвестиційний капітал, збирає достатню інформацію про доступні об'єкти вкладень, оцінює економічну кон'юнктуру та прогнози на майбутнє тощо. На цьому етапі інвестор з певним ступенем точності визначає свій інвестиційний горизонт, тобто проміжок часу, на який розповсюджується його стратегія і відносно якого оцінюються результати інвестиційного процесу (на жаль, у роботах, присвячених аналізу інвестицій і управлінню портфелем, 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 та обирати саме той час для вкладання коштів, який є сприятливішим для досягнення цілей інвестора. Найбільш розповсюдженими стратегіями управління інвестиційним горизонтом є стратегія рівномірного розподілу, короткострокового і довгострокового акценту, стратегія «штанг» і процентних очікувань. Вони мають багато недоліків, а їх застосування можливе лише за умови проведення попереднього аналізу. Крім того, більшість цих стратегій орієнтуються на фінансові інструменти з фіксованою дохідністю, не враховуючи специфіку інструментів з невизначеною дохідністю, таких як акції, ф'ючерсні контракти та опціони.

### *Формування основних напрямів інвестиційної політики.*

Зазвичай цей етап починається з розробки схеми розміщення активів, яка передбачає розподіл портфеля між різними категоріями активів з метою збереження капіталу за негативними змінами ситуації та отримання переваг за сприятливими. Ця схема базується на тому, що дохідність портфеля залежить швидше від структури розміщення активів, ніж від самих інвестицій. Дійсно, дослідження довели, що дохідність портфеля більше ніж на 90 % визначається схемою розміщення активів і менше ніж на 10 % - вибором конкретних фінансових інструментів. Більше того, як встановили вчені, під час розміщення коштів у різні класи інвестиційних інструментів більшою мірою скорочується вплив ризику порівняно з вкладенням в одну категорію 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. Щодо обмежень, які накладаються клієнтом, то він може задати рівень диверсифікованості і безпеки, тобто обмежити частку коштів, які розміщуються в певних класах активів або активах певних емітентів [2].

### *Вибір портфельної стратегії.*

Портфельна стратегія має відповідати цілям інвестора та обраній інвестиційній політиці. Портфельні стратегії можна розділити на активні та пасивні. Активні портфельні стратегії використовують доступну інформацію і методи прогнозування для підвищення ефективності інвестицій порівняно з простою диверсифікацією. Найбільш суттєвим моментом для всіх активних



стратегій є прогнозування факторів, здатних впливати на інвестиційні характеристики цього класу активів. Наприклад, активні стратегії у процесі роботи з портфелями простих акцій можуть включати прогнозування майбутніх доходів, дивідендів або показника відношення ціни до доходу. Облігаційні стратегії базуються на прогнозуванні майбутнього рівня процентних ставок, а стратегії роботи з іноземними цінними паперами - на очікуваних обмінних курсах валют. Пасивні портфельні стратегії потребують мінімум інформації про майбутнє.

В основі таких стратегій полягає диверсифікація портфеля, що забезпечує максимальну відповідність його дохідності обраному ринковому індексу.

Пасивні стратегії базуються на припущенні, що вся доступна інформація на ринку відображається у ринкових котируваннях цінних паперів. Крім цих двох полярно протилежних типів стратегій, з'являються нові, що поєднують у собі і активні, і пасивні елементи. Наприклад, пасивні стратегії використовуються для управління «ядром» портфеля, а активні стратегії - для управління частиною активів, що залишилися. Для управління облігаціями часто використовують стратегії, що зветься структурними портфельними стратегіями. Структурна портфельна стратегія допомагає сконструювати портфель таким чином, щоб забезпечити певний потік платежів у майбутньому. Ці стратегії здебільшого використовуються у тих випадках, коли необхідно сформувати майбутній потік надходжень від інвестицій (активний потік) залежно від потоку зобов'язань.

Правильність визначення стратегії (пасивної, активної або структурної), залежить від:

- 1) уявлень клієнта або менеджера про ступінь цінової ефективності ринку;
- 2) природи зобов'язань клієнта.

Під ступенем ефективності ринку розуміють те, наскільки важко отримати більший дохід від реалізації активної стратегії порівняно з пасивним

управлінням, якщо взяти до уваги ризик і накладні витрати, пов'язані з цією стратегією.

*Вибір активів, які будуть включені в портфель.*

Будьякий інвестор незалежно від того, які цілі він переслідує на фінансовому ринку й управління портфелем якого типу (активного чи пасивного) дотримується, для формування портфеля він повинен вибирати цінні папери. У випадку активної стратегії завданням інвестора є пошук недооцінених активів.

Саме на цьому етапі інвестор намагається сформувати ефективний портфель - портфель, що має або найбільшу очікувану дохідність за заданим рівнем ризику, або найменший ризик у результаті заданої очікуваної дохідності. Інвестиційний процес потребує постійного моніторингу і перегляду інвестиційного портфеля, оскільки з часом змінюються обставини, в яких доводиться приймати рішення і поставлені цілі. Тому останнім етапом процесу управління фінансовими інвестиціями є оцінка ефективності інвестицій.

*Оцінка ефективності інвестицій.*

На цьому етапі робиться розрахунок реалізованої дохідності портфеля і співставлення одержаного результату з обраним базисним показником. Базисним показником у цьому випадку слугує деяка кількісна характеристика поведінки раніше обраного набору фінансових інструментів. Як базисний показник, може бути обраний будь-який із загальновідомих фондових індексів або один з облігаційних індексів, що публікуються провідними консалтинговими компаніями. Останнім часом інвестори спільно з фірмами, які займаються аналізом фінансового ринку, розробили спеціальні індекси, що розраховані на конкретні типи клієнтів.

Той факт, що портфель демонструє кращі за еталонний портфель характеристики, ще не означає, що він задовольняє вимогам інвестора. Для

прикладу розглянемо деякий фінансовий інститут, який як головний інвестиційний критерій обрав максимальну дохідність портфеля за умови, що 75 % коштів інвестуються у прості акції, а 25 % - в облігації. Припустимо потім, що дохідність коштів, що розміщені в акції, за рік була на 3 % більша за обраний ринковий показник за однакового рівня ризику. Незважаючи на це, фінансовий інститут не зміг виконати своїх зобов'язань. Помилка в цьому випадку криється не у недостатній ефективності інвестицій, а в неправильному виборі інвестиційних цілей і політики.

Контроль стану інвестиційного портфеля повинен здійснюватися принаймні щодня у зв'язку з оперативним аналізом зміни курсів, дохідності і ліквідності фінансових інструментів. Він має здійснюватися в розрізі обсягу портфеля, його структури, частки в активах і доходах інвестора, галузевого і регіонального розміру портфеля, частки окремих інструментів. Крім того, необхідно здійснювати оцінку портфеля в цілому з урахуванням усіх інвестиційних цілей. Ефективний портфель з оптимальною структурою можна сформувати тільки в разі комплексності цих оцінок. Враховуючи складність процесу управління фінансовими активами, а також необхідність виконання зобов'язань перед клієнтами, на фінансовому ринку, а також ринках фінансових послуг застосовується державний фінансовий контроль (нагляд), основними завданнями якого є[3]:

а) нагляд за дотриманням законності їх учасниками у процесі формування, розподілу та використання фінансових ресурсів;

б) запобігання вчиненню злочинів за здійснення фінансових операцій підконтрольними суб'єктами;

в) виявлення правопорушень у сфері фінансової та страхової діяльності;

г) блокування відхилень, що перешкоджають законному використанню майна та коштів;

д) притягнення до відповідальності порушників фінансового законодавства;

е) сприяння ефективному використанню фінансових ресурсів;

ж) захист економічних інтересів держави, професійних та інших учасників ринку, зокрема клієнтів.

Складові системи фінансового контролю (нагляду) наведено у табл. 2.2[20].

Зважаючи на ризиковість фінансової та страхової діяльності, 21 листопада 2018 р. було затверджено критерії, за якими оцінюється ступінь ризику від провадження господарської діяльності у сфері ринків фінансових послуг та визначається періодичність проведення планових заходів державного нагляду (контролю) Нацкомфінпослуг (Постанова Кабінету Міністрів України» № 976).

Розглянемо ці критерії більш детально:

I. Види послуг, що мають право надавати суб'єкти господарювання на ринках фінансових послуг. Нині, відповідно до Закону України від 12.07.2011 №2664-111 «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», до таких послуг віднесено [20]:

1) випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та/або їх обслуговування, кліринг, інші форми забезпечення розрахунків;

2) довірче управління фінансовими активами;

3) торгівля валютними цінностями;

4) залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їх повернення;

5) фінансовий лізинг;

6) надання коштів у позику, зокрема і на умовах фінансового кредиту;

7) надання гарантій та поручительств;

8) переказ коштів;

9) послуги у сфері страхування та у системі накопичувального пенсійного забезпечення;

10) професійна діяльність на ринку цінних паперів, що підлягає ліцензуванню;

11) факторинг;

11-1) адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах;

12) управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю відповідно до Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю»;

13) операції з іпотечними активами з метою емісії іпотечних цінних паперів;

14) банківські та інші фінансові послуги, що надаються відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність».

II. Період, у якому суб'єкти господарювання отримали право надавати послуги на ринках фінансових послуг.

III. Показники діяльності суб'єктів господарювання на ринках фінансових послуг. Такими суб'єктами є професійні учасники цих ринків, які провадять види фінансової та страхової діяльності, що відповідає секції *K* Класифікації видів економічної діяльності.

**Складові системи фінансового контролю (нагляду) на  
ринках фінансових послуг [20]**

<b>№</b>	<b>Складова</b>	<b>Зміст</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1.	Об'єкти	Фінансові ресурси та управлінські рішення учасників ринків фінансових послуг з питань фінансової та страхової діяльності
2.	Суб'єкти	Органи державної влади, які уповноважені здійснювати державний фінансовий контроль (нагляд): 1) щодо ринку банківських послуг та діяльності з переказу коштів - НБУ; 2) щодо ринків цінних паперів та похідних цінних паперів (деривативів) - Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку; 3) щодо інших ринків фінансових послуг - Нацкомфінпослуг. Суб'єкти зовнішнього аудиту (аудиторські фірми або аудитори, які: 1) мають відповідний сертифікат аудитора; 2) не мають взаємовідносин щодо права власності з фінансовою установою, діяльність якої перевіряється, не мають заборгованості перед цією установою або іншого конфлікту інтересів. Суб'єкти внутрішнього аудиту (контролю): 1) структурний підрозділ фінансової установи; 2) окрема посадова особа для проведення внутрішнього аудиту (контролю.)
3.	Суб'єкти під контролем (наглядом)	Фінансові установи - юридичні особи, які, відповідно до закону, надає одну чи декілька фінансових послуг, а також інші послуги (операції), пов'язані з наданням фінансових послуг, у випадках, прямо визначених законом, та внесені до відповідного реєстру в установленому законом порядку (банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг, а у випадках, прямо визначених законом, - інші послуги (операції), пов'язані з наданням фінансових послуг).
4.	Предмет	1) фінансова та консолідована фінансова звітність, яка складається та подається відповідно до законодавства; 2) звіт про корпоративне управління (для фінансових установ, утворених у формі акціонерних товариств), що складається відповідно до вимог законів України та прийнятих, згідно з такими законами, нормативно-правових актів органів, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг; 3) звітні дані (інші, ніж фінансова та консолідована фінансова звітність), що складаються та подаються відповідно до

		вимог законів з питань регулювання ринків фінансових послуг та прийнятих, згідно з такими законами, нормативно-правових актів органів, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг; 4) інформація, що надається клієнтам.
5.	Контрольні заходи	Планові (позапланові) заходи нагляду (контролю) щодо дотримання суб'єктами господарювання вимог законодавства у сфері фінансової та страхової діяльності, зокрема заходи пруденційного нагляду та інспектування.

IV. Дотримання суб'єктами господарювання вимог законодавства у сфері ринків фінансових послуг[16]. Особливо це стосується пруденційного нагляду як складової частини загальної системи нагляду, що проводиться органами, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану фінансової установи, результатів діяльності системи та якості управління нею, дотриманні обов'язкових нормативів та інших показників і вимог, що обмежують ризики за операціями з фінансовими активами.

Його основними напрямками є додержання встановлених критеріїв та нормативів щодо:

- 1) ліквідності;
- 2) капіталу та платоспроможності;
- 3) прибутковості;
- 4) якості активів та ризиковості операцій;
- 5) якості систем управління та управлінського персоналу;
- 6) додержання правил надання фінансових послуг.

Розрізняють макро- та мікропруденційний нагляд.

*Макропруденційний нагляд включає:*

- 1) забезпечення стійкості фінансової системи до економічних шоків агрегованого характеру;

- 2) мінімізацію витрат у випадку реалізації системного ризику;
- 3) згладжування фінансового циклу: запобігання формування «фінансових бульбашок»;
- 4) імплементацію інструментів макропруденційної політики;
- 5) взаємодію з іншими органами-регуляторами у відповідній сфері.

*Мікропруденційний нагляд* - це сукупність упереджувальних заходів, метою яких є мінімізація витрат, що їх може понести певна частина учасників фінансового ринку у випадку реалізації одного або декількох видів фінансового ризику.

#### V. Результати проведення аудиту звітності суб'єктів господарювання.

Відповідно до Критеріїв, за якими оцінюється ступінь ризику від провадження господарської діяльності у сфері ринків фінансових послуг та визначається періодичність проведення планових заходів державного нагляду (контролю) Нацкомфінпослуг від 21.11.2018 № 976, віднесення суб'єкта господарювання до високого, середнього або незначного ступеня ризику здійснюється з урахуванням суми балів, нарахованих за всіма критеріями, визначеними за такою шкалою[17]:

- 1) від 41 до 100 балів - високий ступінь ризику;
- 2) від 21 до 40 балів - середній ступінь ризику;
- 3) від 0 до 20 балів - незначний ступінь ризику.

При цьому планові заходи державного нагляду (контролю) здійснюються Нацкомфінпослуг за діяльністю суб'єктів господарювання, яка віднесена до:

- 1) високого ступеня ризику - не частіше одного разу на два роки;
- 2) середнього ступеня ризику - не частіше одного разу на три роки;
- 3) незначного ступеня ризику - не частіше одного разу на п'ять років.



Отже, використання єдиного механізму фінансового регулювання, що базуються переважно на державному нагляді (контролі) фінансових інститутів, може забезпечити ефективний розвиток ринків фінансових послуг. Розробка і впровадження комплексної системи регулювання цих ринків, використання мікро та макропруденційного нагляду як єдиного механізму впливу на діяльність фінансових інститутів покликані вирішити проблеми фінансової системи країни.

### **Контрольні запитання**

1. Що являють собою фінансові активи і фінансові інструменти?
2. Що включає в себе життєвий цикл фінансового інструменту?
3. Розтлумачте сутність цінного паперу як економічної і юридичної категорії. Яким ресурсам він може відповідати?
4. Які грошові документи вважаються цінними паперами? За якими ознаками їх можна класифікувати?
5. Що включає в себе процес управління фінансовими інвестиціями?
6. Чому для фінансового інституту важливу роль відіграє управління надлишком (активами і пасивами)?
7. Яких інвестиційних цілей прагнуть досягти інституційні інвестори загалом і кожний із цих груп інститутів зокрема?
8. Що являє собою ліквідність фінансової установи?
9. Що розуміють під активною портфельною стратегією? Які фактори є визначальними у виборі активної чи пасивної портфельної стратегії?
10. Що являє собою ефективний портфель?

## Тести

### ***1. Фінансові інструменти, відповідно до П(С)БО, класифікують на:***

- а) фінансові активи, фінансові зобов'язання, деривативи та інші фінансові інструменти;
- б) інструменти капіталу, похідні фінансові інструменти, фінансові зобов'язання;
- в) фінансові зобов'язання, фінансові активи;
- г) правильної відповіді немає.

### ***2. Похідні цінні папери - це:***

- а) цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів;
- б) цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж упродовж терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів;
- в) цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж упродовж терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів; г) правильної відповіді немає.

### ***3. Рейтингування - це:***

- а) діяльність з надання професійних послуг з рейтингування;
- б) діяльність з надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямована на визначення рейтингу цінних паперів та їх похідних;
- в) діяльність з надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямована на визначення кредитоспроможності об'єкта рейтингування, яка може бути проведена рейтинговим агентством;

г) правильної відповіді немає.

**4. Емісія - це:**

а) установлена законодавством послідовність дій емітента щодо випуску цінних паперів;

б) установлена законодавством послідовність дій емітента щодо розміщення цінних паперів;

в) установлена законодавством послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів;

г) правильної відповіді немає.

**5. Систематичний ризик включає:**

а) ризик ліквідності;

б) ризик менеджменту;

в) валютний ризик;

г) конвертаційний ризик.

**6. До внутрішніх способів боротьби з ризиками фінансових інвестицій відносять:**

а) диверсифікацію;

б) хеджування;

в) розподіл ризиків між великою кількістю осіб;

г) гарантії або страхування.

**7. До зовнішніх способів боротьби з ризиками фінансових інвестицій відносять:**

а) диверсифікацію;

б) хеджування;

в) управління активами і пасивами;

г) отримання додаткової інформації.

**8. Основними інвесторами у фінансові інструменти є:**

- а) інституційні інвестори;
- б) індивідуальні інвестори;
- в) підприємства різних форм власності;
- г) органи-регулятори.

**9. Інвестиційні цілі в управлінні фінансовими активами включають:**

- а) придбання фінансових інструментів з властивостями готівки, які можуть бути використані як засіб обігу і платежу;
- б) одержання прибутку за рахунок вкладень у статутні капітали юридичних осіб;
- в) спекулятивна гра на курсах фінансових інструментів;
- г) усі відповіді правильні.

**10. Планові заходи державного нагляду (контролю) щодо провадження господарської діяльності у сфері ринків фінансових послуг здійснюються Нацкомфінпослуг за діяльністю суб'єктів господарювання, яка віднесена до середнього ступеня ризику, здійснюються не частіше:**

- а) двох разів на рік;
- б) одного разу на два роки;
- в) одного разу на три роки;
- г) правильної відповіді немає.

**Рекомендована література:**

1. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підруч. пер. з англ. ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. - К. : КНЕУ, 2004. - 889 с.

2. Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки : монографія. Ірпінь : НУДПСУ, 2013. - 608 с.

3. Коваленко Ю. М. Розміщення активів і оптимізація портфеля інституційного інвестора в Україні. Вісник КІБІТ. К. : 2011. № 3 (16). С . 97-104.

4. Коваленко Ю. М. Специфіка управління активами інституційних інвесторів. *Сучасні питання економіки і права: зб. наук, праць*. К. : КіМУ, 2016. - Вип. 1-2 (10). - С. 89-95.

5. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями: навч. посіб. Ірпінь : НУДПСУ, 2010.-350 с.

6. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб'єкти. *Фінанси України*. 2 0 1 3 . № 1 (206). С . 101-112.

7. Коваленко Ю. М. Фінансові інструменти в сучасному вимірі. *Науковий вісник* : зб. наук. пр. - Ірпінь : НУДПСУ, 2010. - Вип. 2 (49). - С. 84-90.

8. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін; пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. - К. : Основи, 1998. - 963 с.

9. Пересада А. А., Коваленко Ю. М. Процес управління фінансовими інвестиціями інституційними інвесторами. *Економіка: проблеми теорії і практики: зб. наук, праць*. Вип. 189: в 5 т. Том IV. Дніпропетровськ : ДНУ, 2004. С. 1083-1088.

10. Пересада А. А., Коваленко Ю. М. Фінансові інвестиції: підруч. К. : КНЕУ, 2006. - 728 с.

11. Про затвердження критеріїв, за якими оцінюється ступінь ризику від провадження господарської діяльності у сфері ринків фінансових послуг та визначається періодичність проведення планових заходів державного нагляду (контролю) Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг : Постанова Кабінету Міністрів України : від

21.11.2018 № 976 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/976-2018-%D0%BF>.

12. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 12 «Фінансові інвестиції» : Наказ Міністерства фінансів України: від 26.04.2000 № 91 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0284-00>

13. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» : Наказ Міністерства фінансів України: від 30.11.01 № 559 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://zakon.help/article/polozhennya-standartbuhgalterskogo-obliku-13>.

14. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України : від 12.07.01 № 2664 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>

15. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.06 № 3480-1V [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>

16. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., проф. С. В. Онишко. - Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2016. - 452 с. (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 45).

17. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци; пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2000. - XXVIII. - 932 с.

18. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учеб. пос. / под ред. Е. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. - СПб. : Питер, 2014. - 384 с.

19. Фінансовий ринок : підруч. : у 2-х т. / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін.; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М.

Коваленко. - Ірпінь : УДФСУ, 2018. - Т. 1. / кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. - 2018. - 442 с.

20. Шарп У. Інвестиції : учебник / У. Шарп, Е. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2012. - 1028 с.

21. Groce R. D. Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies / R. D Groce, F. Stewart, J. Yermo // OECD Journal: Financial Market Trends. - 2011. - № 1 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : [https://www.oecdilibrary.org/finance-and-investment/promoting-longer-term-investment-by-institutional-investors\\_fmt-2011-5kg55b0z1k1b](https://www.oecdilibrary.org/finance-and-investment/promoting-longer-term-investment-by-institutional-investors_fmt-2011-5kg55b0z1k1b)

22. On markets in financial instruments and amending: Directive of the European Parliament and of the Council: of 15.05.2014 №2014/65/EU (Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU). [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.eufsp.com/laws.html>

### **РОЗДІЛ 3. ВИКОРИСТАННЯ ДЕРИВАТИВІВ В УПРАВЛІННІ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ**

3.1. Сутність строкового ринку та строкових угод.

3.2. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії.

#### ***3.1. Сутність строкового ринку та строкових угод***

В основі розуміння сутності строкового ринку фінансових інструментів лежить характеристика строкової угоди як основної угоди, що укладається на цьому ринку [14].

*Строкова угода* - це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому. Його загальновизнаними характеристиками є похідність і

строковість. Саме тому строкові інструменти зачасту називають похідними, або деривативами.

За Податковим кодексом України (ст. 14.1.45) *дериватив* - стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

Відповідно до П(С)БО 13 «Фінансові інструменти» похідний фінансовий інструмент - фінансовий інструмент[23]:

1) розрахунки за яким провадитимуться у майбутньому;

2) вартість якого змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними;

3) який не потребує початкових інвестицій.

Строковий ринок зумовлений наявністю товарного та фінансового ринків, тобто для його існування необхідні наявність цих базисних ринків та їх інструментів. Слід розрізняти похідні фінансові інструменти, що пов'язані з фінансовим ринком і засновані на фінансових активах (фінансові ф'ючерси, опціони тощо), і фінансові інструменти, що пов'язані з товарними ринками і засновані на товарах (товарні ф'ючерси, опціони тощо).

У цьому розділі розглядаються похідні цінні папери, що базуються на фінансових активах. У цілому, за типами базових активів деривативи поділяють на фінансові, товарні та інші. У першому випадку у ролі базових виступають різноманітні фінансові активи (валюта, боргові зобов'язання, цінні папери тощо). Щодо товарних деривативів, то базовими активами є товарно-матеріальні цінності (сільськогосподарська продукція, сировина, метали, енергетичні ресурси тощо). Під іншими деривативами зазвичай розуміють похідні інструменти, базовими активами яких виступають інші



деривативи, право вимоги або інші активи, базовим показником яких є показники статистичної інформації, а також деривативи, що поєднують ознаки кількох їх видів[21].

У сучасному розумінні цього слова деривативи виникли на початку XVIII ст. Вперше ними стали торгувати у прикордонних районах Середнього Заходу США. Це були контракти на поставку зерна та кукурудзи. Виробники сільгосподарської продукції продавали форвардні контракти на поставку певного виду продукції та одержували додаткові прибутки у разі отримання високого врожаю, падіння цін на ринку та продаж за більш високими цінами, що зафіксовані у цих контрактах.

У разі невисокого врожаю та зростання цін на ринку виробники продукції отримували збитки, продаючи свою продукцію за невисокими цінами, що були зафіксовані у контрактах. Проте у будь-якому разі вони продавали свою продукцію за форвардними контрактами та гарантували собі надходження певних сум грошових коштів з реалізацією виробленої продукції.

З розвитком зернової торгівлі у 1848 р. у Чикаго було утворено першу біржу з торгівлі строковими контрактами на сільськогосподарську продукцію - «Чиказьку торгівлю *Chicago Board of Trade*, СВOT). 1865 року на ній з'явився новий різновид строкових контрактів - ф'ючерсні контракти. На відміну від форвардних, ці контракти були стандартизованими щодо якості, кількості, часу та місця поставки контракту. Не обумовлювалася лише ціна, яка визначалася через аукціон на біржі. Для учасників біржових торгів це означало, що на певний вид продукції можна було придбати контракт лише на визначені обсяг цієї продукції та терміни поставки. Недоліком стандартизації було те, що можна було купити чи продати контракт лише за наперед визначеними параметрами, що не завжди відповідало цілям покупця чи продавця. Однак цей недолік згодом став несуттєвим порівняно з тими перевагами, що дали стандартизація та порядок проведення торгів ф'ючерсними контрактами. Згодом ф'ючерсні контракти, маючи таке саме

формальне визначення, що й форвардні, перетворились у більш досконалий інструмент страхування від цінових ризиків[2].

У власників ф'ючерсних контрактів з'явилась можливість закривати свої зобов'язання за контрактом без виконання реальної поставки активу. Крім того, була запроваджена система маржі, що забезпечувала виконання зобов'язань учасниками торгівлі через депонування коштів на біржі чи у представника біржі для гарантованого виконання контракту.

У 1970-х рр. із введенням плаваючого валютного курсу стали більш мінливими ринкові процентні ставки, що призвело до збільшення коливань цін різноманітних фінансових інструментів і викликало появу та стрімкий розвиток ринку фінансових ф'ючерсів. Ф'ючерсні контракти дали змогу фінансовим інститутам та іншим учасникам фінансового ринку більш ефективно управляти ціновим ризиком. Першими фінансовими ф'ючерсами стали контракти на іпотечні цінні папери та іноземну валюту.

1982 року з'явився новий вид контрактів - опціони на ф'ючерси казначейських облігацій. У цьому році також були укладені перші свопи - угоди, що суттєво відрізнялись від інших деривативів і в основі яких була заміна грошового потоку з одними характеристиками на потік з іншими характеристиками. Одним з перших був своп, пов'язаний з випуском у 1982 р. Deutsche Bank семирічних єврооблігацій на загальну суму 300 млн дол. США. Основу класу похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні контракти та свопи, а найпопулярнішими видами базових інструментів є валюта, грошові кошти у формі кредитів і депозитів, цінні папери, фондові індекси[20].

Строковий ринок за способом розміщення та обігу похідних фінансових інструментів поділяється на первинний і вторинний, а за формою організації - на біржовий і позабіржовий. Структура строкового ринку за видами класу основних похідних фінансових інструментів представлена форвардним, ф'ючерсним, опціонними ринками та ринком своп-контрактів. Для позначення

позиції покупця або продавця на строковому ринку використовують відповідну термінологію. Коли учасник ринку купує контракт, це означає відкриття або посідання ним довгої позиції (встає у купівлю), а коли продає - посідає або відкриває коротку позицію (встає у продаж).

Отже, і купівля, і продаж на строковому ринку є відкриттям позиції. Закрити позицію можна за допомогою протилежної угоди. Якщо учасник має відкриту коротку позицію (продаж контракту), він може її закрити шляхом відкриття довгої позиції (купівля контракту).

Угоду, за допомогою якої закривають відкриту позицію, має назву офсетної. До причин популярності строкового ринку можна віднести: широкі можливості строкового ринку для інвесторів, що переслідують зовсім різні цілі; операції на строковому ринку є більш вигідними порівняно з операціями на ринку базового активу, що пов'язане не тільки з «ефектом плеча», але й з відсутністю трансакційних витрат, що виникають у разі проведення операцій на ринку базового активу.

Використання строкових угод надає такі можливості для економічних агентів[2]:

- *хеджування*, за якого деривативи використовуються для страхування ризиків - можливих збитків та додаткових втрат у разі проведення операцій;

- *використання деривативів як інструментів спекуляції*, що полягає у формуванні певних очікувань на основі прогнозування майбутнього та використання їх для одержання прибутку від різниці в ціні продажу та купівлі товарів чи фінансових інструментів. При цьому за нормальних умов спекуляція є стабілізуючим фактором, що сприяє згладжуванню цін та підвищує ліквідність ринку;

- *здійснення арбітражних операцій*.

Світовий ринок похідних фінансових інструментів нині за обсягами торгів перевищує обсяг ринків основних фінансових інструментів і має доволі

динамічні темпи розвитку. Ця тенденція не змінилася, незважаючи на їх негативну славу після світової фінансової кризи 2007-2008 рр.

Сутність ринку деривативів найбільш повно розкривається у тих функціях, що він виконує:

1. Управління ризиком, під яким розуміють як страхування від ризику індивідуального учасника, так і перерозподіл ризиків між усіма учасниками ринку. Ця функція відіграє на ринку подвійну роль: 1) використовуючи деривативи, можна управляти вже існуючими ризиками, що впливають з операцій на ринку базисного активу; 2) строковий ринок дозволяє учасникам наперед застраховувати свої позиції, створюючи тим самим потенціал для здійснення неможливих раніше інвестиційних проектів. Таким чином, укладання строкових угод знижує ризик володіння базисним активом, що сприяє збільшенню обсягів пропозицій на спот-ринку.

2. Функція надання інформації економічним агентам, яка впливає із запропонованої Дж. М. Кейнсом функції визначення майбутньої ціни. Очікувана ціна на строковому ринку визначає майбутню кон'юнктуру, що природно викликає відповідне коригування планів господарюючих суб'єктів (зміну товарних запасів, здійснення інвестицій, випуск цінних паперів тощо). Крім того, інформація про строковий ринок знижує транзакційні витрати на одержання інформації про макроекономічне становище країни.

Строковий ринок дає якісну економічну інформацію щодо кон'юнктури, створює ситуацію, коли строкові і спотові ціни наближаються до своїх реальних значень.

3. *Спекулятивна функція*, тобто ринок створює широкі можливості щодо одержання спекулятивного доходу за рахунок біржової гри на різниці курсів строкових інструментів. При цьому позивна роль спекулянтів на строковому ринку є в тому, що вони правильно передбачають майбутню ціну, зміцнюючи тим самим стабільність ринку через обмеження коливань строкових цін.

4. *Забезпечення ефективності ринку.* Інтенсивна конкуренція між арбітражерами і спекулянтами на предмет використання інформації щодо цінових пропозицій призводить до того, що конкуруючі учасники не володіють повною інформацією, однак укладаючи угоди, контрагенти змушені пропонувати ринку свої прогнози відносно його майбутнього стану.

5. *Функція створення нових фінансових інструментів,* що спрямована на розширення переліку інструментів ринку капіталів через різноманітність їх характеристик. Прикладом можуть слугувати валютні облігації з вбудованими опціонами - новітні інструменти, що номіновані в будь-яких валютах і містять опціони на їх погашення в менш ризиковій валюті. За допомогою фінансових деривативів можуть бути створені нові інструменти строкового ринку, наприклад будь-які складні ф'ючерсні та опціонні контракти, які з входження в постійний діловий обіг строкового ринку самостійно обертаються на цьому ринку.

Значення перерахованих функцій деривативів в умовах строкового ринку має неабияке економічне значення, оскільки цей ринок відноситься до ринку чистої конкуренції, так само як сировинний і фінансовий ринок. У цілому, ціни на ринку деривативів формуються під впливом попиту і пропозиції на відповідні фінансові інструменти, тобто визначаються як рівноважні ринкові ціни та обсяги проданих товарів. За умови незмінності попиту і пропозиції, коли ціни не коливаються, ринкова ситуація характеризується ціновою стабільністю. Разом з тим за останні 10-15 років на світових ринках цінова стабільність спостерігається надзвичайно рідко і характерною ознакою розвитку товарних і фінансових ринків сьогодні є їх цінова змінність - волатильність.

Сучасні зарубіжні економісти волатильність характеризують за показниками: діапазон зміни цін, швидкість зміни та частота. Ринок деривативів є дуже нестабільним, відзначається значними за величиною та амплітудою ціновими коливаннями. Так, Дж. Хікс, Н. Калдор, Дж. М. Кейнс,

Г.Марковіц та інші вчені механізми ціноутворення обґрунтовують з позиції ринкової рівноваги попиту й орієнтують суб'єктів ринку щодо прогнозування ціни керуватись цінами спот, арбітражем і теорією ефективності ринків. Учасники строкових ринків поділяються на три категорії: хеджери, спекулянти та арбітражери. Разом з тим за сутністю своєї діяльності арбітражери є одночасно спекулянтами строкового ринку, тобто цих двох учасників розділяють тільки цілі діяльності і ставлення до ризику[2].

**Хеджери** - це особи, які, по-перше, можуть володіти касовим активом і страхувати його продаж в повному обсязі у вигляді строкових контрактів. Обсяг хеджованих продаж буде тим більший, чим вищою буде величина контанго, тобто позитивна різниця між строковою і касовою цінами. Володіння активом і страхування його продажу тотожне відкладеному продажу (споживанню) цього активу. По-друге, хеджери здійснюють страхування купівлі активу в майбутньому, тобто вони купують строковий контракт, хоча і не є учасниками спот-ринку на сьогодні. Відповідно обсяг строкових угод цієї групи буде тим більшим, чим вищою є величина бекурдейшн, або зворотний контанго (3.1).

$$Q^o = f(P_f - P_s), \text{ при } P_f > P_s \quad (3.1)$$

де  $Q^o$  - функція попиту;  $P_f$  - строкова ціна;  $P_s$  - касова ціна

**Спекулянти** - це учасники ринку, які очікують підвищення строкової ціни («*бик*») і купують строкові контракти, або учасники, які очікують зниження ціни («*ведмеді*») і, відповідно, продають деривативи. Активність спекулянтів на строковому ринку більшою мірою залежить не від його поточного стану, а від динаміки строкових цін. Таким чином, хеджери, які страхують купівлю активу, і спекулянти-«*бик*» формують попит на строковому ринку. При цьому попит є функцією, яка прямо залежить від величини бекурдейшн.

За фіксованого значення спотової ціни попит на строковому ринку є величиною, яка зворотно залежить від ф'ючерсної ціни, тобто на строковому

ринку виконується закон попиту. Головною детермінантою строкового попиту є касова ціна на актив. При цьому її збільшення буде викликати зростання строкового попиту (переміщення лінії  $D$  в положення  $D_1$ ), а зниження - зниження попиту на строковому ринку (переміщення  $D$  в  $D_2$ ).

Пропозицію на строковому ринку формують хеджери, які страхують продаж, і спекулянти-«ведмеді». При цьому пропозиція на ринку прямо залежить від величини контанго.

$$Q_s = f(P_f - P_s), \text{ при } P_f > P_s. \quad (6.2)$$

За фіксованого значення касової ціни існує пряма залежність між обсягом строкової пропозиції і строковою ціною.

Розглянемо, які процеси будуть відбуватись на ринку у випадку відхилення ціни від рівноважного значення. Припустимо, що строкова ціна встановилась на рівні  $P_{rf}$  вище рівноважного рівня.

Процеси зміни строкового попиту і пропозиції, що відбуваються надалі, можна розділити на дві складові:

1) частина спекулянтів або хеджерів ринку почнуть проводити арбітражні операції;

2) хеджери розпочнуть коригувати строкові позиції відповідно до нового рівня строкової ціни.

При цьому, як показує практика, першими на відхилення строкової ціни реагують спекулянти. З точки зору хеджера, встановлення строкової ціни на рівні  $P_{rf}$  означає збільшення величини контанго (зниження бекордейшн), що викличе збільшення обсягів пропозиції хеджерів, які страхують продаж, а також зниження попиту хеджерів, які страхують покупки.

Таким чином, якщо єдиними учасниками строкового ринку є хеджери, то ринкова рівновага є нестійкою, оскільки їхні дії стимулюють подальше збільшення строкової ціни. При цьому, не зважаючи на те, що в будь-який

момент на ринку виникне ситуація контанго або ситуація бекуордейшн, тобто змінюватись буде або попит, або пропозиція, для утвердження рівноваги достатнім є тільки один з цих впливів.

Одержані результати дозволяють зробити такі висновки:

1) для встановлення рівноваги на строковому ринку необхідною є присутність інших учасників, крім хеджерів, що ще раз доводить важливість присутності на ринку спекулянтів. Однак на дії спекулянтів більшою мірою впливають очікування ними зміни строкової ціни, тобто їхні дії будуть спрямовані проти дій хеджерів і призведуть до встановлення рівноваги;

2) повернення до рівноваги є можливим тільки під впливом операцій на поточному і строковому ринку одночасно, оскільки строковий ринок є «надбудовою» касового ринку активу.

За відхилення строкової ціни від її рівноважного значення учасники строкового ринку (спекулянти більшою мірою) почнуть проводити арбітражні операції. Проведення арбітражної операції у випадку перевищення строковою ціною нормального значення означає одночасний продаж строкового контракту і відповідне придбання базисного активу. Ці дії викликають зростання пропозиції на строковому ринку ( $S$  переміщується в позицію  $S_1$ ) і одночасне зростання обсягів попиту на касовому ринку, що означає збільшення спотової ціни. Остання, у свою чергу, викликає зниження пропозиції (зворотний рух з  $S_1$  в позицію  $S_2$ ) і зростання попиту на строковому ринку (переміщення  $D$  в положення  $D_1$ ). Таким чином, нова ринкова рівновага буде досягнута в точці  $B$ .

Нова рівноважна строкова ціна може бути як нижче, так і вище попереднього рівноважного значення  $P_f$ , однак рівноважний обсяг угод у більшості випадків збільшиться. Це пов'язано з тим, що зростання поточного попиту означає зниження обсягів касової торгівлі активом, а «вивільнений» в результаті цього касовий актив переходить у розряд «відкладеного



споживання», збільшуючи обсяг строкових угод. У співіснуванні строкового і касового ринків уся кількість активів повністю розподіляється між поточним (обсяг угод касового ринку) і відкладеним (обсяг строкових угод) споживанням[3].

Будь-яка порушена рівновага на строковому ринку під дією низки факторів відновиться за нового значення строкової ціни і великих обсягів строкових угод, що підтверджується тим, що арбітражні операції за своєю сутністю є спекулятивними. Однак арбітражери, як і частина спекулянтів, «роблять ринок», повертаючи його у стан рівноваги.

Відкладаючи на осі абсцис «чисту» кількість строкових контрактів, яка відповідає відкладеній для споживання в майбутньому кількості активу, можна звзвити область аналізу за двома напрямками:

- 1) не враховувати обсяг чистих спекулятивних операцій, які не передбачають купівлю/поставку активу;
- 2) вилучати розрахункові строкові контракти, які не передбачають поставку активу взагалі.

Однак справжнє хеджування з використанням строкових контрактів має обов'язково включати позиції за строковими контрактами, які пов'язані з існуючою касовою позицією.

Таким чином, проведення навіть розрахункової строкової угоди викличе зміни на ринках, подібні проведенню угоди з поставкою, в іншому випадку не можна вважати цю угоду хеджевою. Частина присутніх на ринку спекулянтів змушена займати позиції, протилежні позиціям хеджерів. Вони «роблять» ринок, визначаючи рівень строкової ціни, і саме вони несуть на собі ризик можливого виконання строкової угоди. Всі інші спекулянти ринку не відіграють визначальної ролі, їх діяльність не впливає на строкову ціну, збільшуючи лише обсяг строкових угод. Добре розвинена інфраструктура

дозволяє учасникам ринку легко укласти угоди і використовувати переваги усієї різноманітності цінних паперів, представлених на ринку.

Як довела практика, із розширенням ринків потреба у зниженні ризиків під час проведення операцій з деривативами значно зростає. На строковому ринку операції проводяться в основному реальними власниками активів і фінансовими посередниками. Власники активів (хеджери) займаються хеджуванням, тобто укладають строкові угоди з метою страхування від можливих цінових змін на реальному ринку. Метою фінансових посередників є отримання спекулятивного прибутку від різниці у цінах купівлі-продажу строкових контрактів.

Отже, в сучасних умовах деривативи виконують в економічній системі дві важливі функції: створюють механізм для проведення операцій хеджування; дозволяють біржовим спекулянтам здійснювати спекулятивні операції з метою отримання доходу від різниці в цінах.

Фінансові інститути відіграють подвійну роль на ринку деривативів: з одного боку, вони виступають посередниками за проведення підприємствами операцій хеджування, з іншого - укладають угоди купівлі деривативів з метою хеджування власних ризиків діяльності та отримання прибутків від спекуляції даними фінансовими інструментами. Завдяки високому рівню розвитку операцій з деривативами, що реалізуються фінансовими інститутами у світі, їх клієнти мають можливість отримання доступу до найбільш ефективних інструментів хеджування ризиків на фінансових ринках.

Учасників строкових ринків прийнято поділяти на три категорії, зокрема хеджери, спекулянти та арбітражери[8].

*Хеджер* - це особа, яка страхує на строковому ринку свої фінансові активи або результати угод. Наприклад, учаснику ринку потрібно через 3 місяці купити валюту. Спостерігається тенденція зростання курсу валюти, та курс валюти, що встановиться через три місяці, невідомий. Строковий ринок

пропонує хеджеру низку інструментів, які дозволяють йому вже сьогодні зафіксувати курс валюти, яку він купить тільки через 3 місяці.

Відповідно до П(С)БО 13 «Фінансові інструменти» хеджування - застосування одного чи декількох інструментів хеджування з метою повної чи часткової компенсації змін справедливої вартості об'єкта хеджування або пов'язаного з ним грошового потоку; об'єкт хеджування - актив, зобов'язання або майбутня операція, що створюють для підприємства ризик зміни справедливої вартості цих активів і зобов'язань або зміни грошових потоків, пов'язаних з майбутньою операцією[23].

*Спекулянт* - особа, яка намагається отримати прибуток за рахунок змін цін на строковому ринку. Спекулянт купує (продає) строкові контракти для того, щоб у майбутньому продати (купити) їх за більш привабливою ціною. Так, якщо ціна контракту на ринку зростає, то спекулянт намагатиметься відкрити довгу позицію, а згодом закрити її шляхом проведення офсетної угоди, вигравши на різниці цін строкових контрактів. Якщо у результаті спекулянт готовий понести додатковий ризик за отримання прибутку, то хеджер готовий заплатити за зменшення ризику можливих втрат.

*Арбітражер* - особа, яка отримує прибуток за рахунок одночасної купівлі-продажу одного й того самого активу на різних ринках. Прибуток арбітражера виникає у тому випадку, якщо на цих ринках спостерігається різниця у цінах або порушується паритетні відносини між ними. Основа для їх проведення може виникнути раптово. У підсумку проведення арбітражу різниця у цінах вирівнюється і ліквідується порушення паритетних відносин. Після цього основа для проведення арбітражних угод зникає.

## **6.2. Ф'ючерсні контракти та індексні стратегії**

Одним із найпоширеніших у світі фінансових інструментів є ф'ючерс - універсальний фінансовий інструмент, що широко використовується в

інвестиційних стратегіях. Причини популярності ринку ф'ючерсів полягають у великих можливостях строкового ринку для інвесторів, які переслідують різні цілі. Одні учасники цього ринку отримують доходи на основі коливань цін на базові активи, не вдаючись до безпосередньої купівлі-продажу самих активів, інші намагаються уникнути ризику цінової нестабільності.

Відповідно до Податкового кодексу України (ст. 14.1.45.4) *ф'ючерсний контракт (ф'ючерс)* - стандартизований строковий контракт, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк (дата виконання зобов'язань за ф'ючерсним контрактом) передати базовий актив у власність покупця на визначених специфікацією умовах, а покупець зобов'язується прийняти базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену сторонами контракту на дату його укладення. Він виконується відповідно до його специфікації шляхом постачання базового активу та його оплати коштами або проведення між сторонами контракту грошових розрахунків без постачання базового активу. Виконання зобов'язань за ф'ючерсом забезпечується шляхом створення відповідних умов організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами[20].

Ф'ючерсні угоди укладаються лише на біржах. Сторонами виступають не продавець і покупець контракту, а продавець (покупець) і біржа або клірингова установа (юридична особа або підрозділ біржі, що гарантує кліринг та розрахунки за опціонами та ф'ючерсами, які допущені до торгів на біржі). Останні виплачують стороні, яка виграла, і відповідно отримує від сторони, яка програла, різницю між вартістю контракту в день його укладення і вартістю контракту на момент його виконання. Тобто ф'ючерсна угода є законною угодою між покупцем (продавцем) і біржею або кліринговою установою, в яких покупець (продавець) погоджується прийняти (здійснити) поставку певного активу за обумовленою ціною в кінці визначеного періоду. Дату виконання умов угоди називають датою поставки. Більшість фінансових ф'ючерсів мають стандартизовані дати поставки в березні, червні, вересні,

грудні. Ціну базового активу, зафіксовану в контракті, називають ціною поставки. Закриття (ліквідація) позиції за ф'ючерсним контрактом полягає у виконанні умов угоди чи передачі зобов'язань за нею іншій особі через укладання зворотної (офсетної) угоди. Наприклад, якщо є угода на продаж 100 акцій корпорації *A* з датою поставки через три місяці, то зворотною буде угода на купівлю 100 акцій корпорації *A* з датою поставки через три місяці.

Отже, ліквідувати позицію можна в будь-який момент до дати поставки, придбавши угоду протилежного змісту (уклавши офсетну угоду). При цьому прибутком чи збитком учасника ф'ючерсного ринку буде різниця в цінах на ф'ючерсний контракт у момент відкриття та закриття позиції. Якщо ціни на ф'ючерсному ринку зросли, то той, хто відкрив, а потім ліквідував довгу позицію (купив, а потім продав контракт), отримає прибуток, хто відкрив/закрив коротку позицію, отримає збитки. Варто наголосити, що близько 98 % контрактів ліквідуються саме через укладання офсетних угод, а не через реальну поставку активів. У разі, якщо позиція не була ліквідована до дати поставки, ф'ючерсна угода буде виконана в один з двох способів: з поставкою або без поставки базового активу. У контракті з поставкою базового активу продавець у день виконання контракту здійснить поставку стандартної кількості базового активу за розрахунковою ціною (ціною закриття останньої торгової сесії), а покупець оплатить та прийме відповідний базовий актив. У контракті без поставки базового активу (розрахунковий ф'ючерс) одна сторона в день виконання контракту виплатить іншій стороні грошову суму, що дорівнює різниці в цінах контракту на дату укладання угоди та дату виконання її умов (на дату відкриття та закриття позиції).

За результатами кожної торгової сесії розраховується ф'ючерсна ціна закриття (за останніми перед закриттям угодами) обумовленою ціною в кінці визначеного періоду. Дату виконання умов угоди називають датою поставки. Більшість фінансових ф'ючерсів мають стандартизовані дати поставки в березні, червні, вересні, грудні. Ціну базового активу, зафіксовану в контракті,

називають ціною поставки. Закриття (ліквідація) позиції за ф'ючерним контрактом полягає у виконанні умов угоди чи передачі зобов'язань за нею іншій особі через укладання зворотної (офсетної) угоди. Наприклад, якщо є угода на продаж 100 акцій корпорації *A* з датою поставки через три місяці, то зворотною буде угода на купівлю 100 акцій корпорації *A* з датою поставки через три місяці[21].

Отже, ліквідувати позицію можна в будь-який момент до дати поставки, придбавши угоду протилежного змісту (уклавши офсетну угоду). При цьому прибутком чи збитком учасника ф'ючерного ринку буде різниця в цінах на ф'ючерний контракт у момент відкриття та закриття позиції. Якщо ціни на ф'ючерному ринку зросли, то той, хто відкрив, а потім ліквідував довгу позицію (купив, а потім продав контракт), отримає прибуток, хто відкрив/закрив коротку позицію, отримає збитки. Варто наголосити, що близько 98 % контрактів ліквідуються саме через укладання офсетних угод, а не через реальну поставку активів. У разі, якщо позиція не була ліквідована до дати поставки, ф'ючерсна угода буде виконана в один з двох способів: з поставкою або без поставки базового активу. У контракті з поставкою базового активу продавець у день виконання контракту здійснить поставку стандартної кількості базового активу за розрахунковою ціною (ціною закриття останньої торгової сесії), а покупець оплатить та прийме відповідний базовий актив. У контракті без поставки базового активу (розрахунковий ф'ючерс) одна сторона в день виконання контракту виплатить іншій стороні грошову суму, що дорівнює різниці в цінах контракту на дату укладання угоди та дату виконання її умов (на дату відкриття та закриття позиції).

За результатами кожної торгової сесії розраховується ф'ючерсна ціна закриття (за останніми перед закриттям угодами) і середня ф'ючерсна ціна. Ці ціни використовуються кліринговою установою щодня для перерахунку за ф'ючерсними контрактами. Особливість ф'ючерсного контракту полягає у тому, що сторони зобов'язані виконати його умови. Тобто, якщо у день

виконання контракту поточна ціна буде нижчою за ціну поставки, покупець не має права відмовитися від своїх зобов'язань за контрактом і зобов'язаний сплатити за вказану у контракті кількість цінних паперів визначену контрактом суму. У свою чергу, продавець також не має права відмовитись від виконання своїх зобов'язань за контрактом, навіть якщо обумовлена ціна буде нижчою порівняно з поточною.

Таким чином, результат для кожної із сторін може бути позитивним або негативним. Припустимо, що ціна товару на момент укладання контракту становить 1000 грн і покупець має таку суму грошей. У момент виконання контракту відбувається купівля-продаж: товар переходить до покупця, а гроші - до продавця. Якщо при цьому ціна товару зросла до 1 200 грн, то покупець має можливість продати його та одержати 1 200 грн. Таким чином, дохід покупця становить 200 грн. Цей дохід є реальним і фіксується у бухгалтерському обліку як приріст власних коштів покупця.

Утім слід зважати на те, що виграш покупця не є наслідком явного програшу продавця. Бухгалтерський облік продавця не зафіксував реального збитку.

Продавець має свою 1 000 грн, але вже не у вигляді товару, а у вигляді грошей. Мабуть, якби продавець не уклав ф'ючерсного контракту, то з підвищенням цін він продав би товар і мав би дохід у розмірі 200 грн. Тобто дохід мав би не покупець за ф'ючерсним контрактом, а власне продавець. Отже, дохід і збиток кількісно однакові і реально мають суто протилежні ознаки.

Під час ф'ючерсної угоди один з її учасників (покупець) виграв не тому, що інший учасник (продавець) програв, а тому, що третя сторона в особі споживчого ринку з певних міркувань погодилась заплатити за цей товар не 1 000 грн, а 1 200 грн. Тепер припустимо, що ціна не підвищилася, а знизилася на 200 грн. У цьому разі покупець, одержавши від продавця товар, за який віддає йому згідно з домовленістю 1 000 грн, зможе продати його на

споживчому ринку тільки за 800 грн і тим самим матиме реальний збиток у розмірі 200 грн. Цей збиток фіксується у бухгалтерському обліку як реальна втрата. Проте реальна втрата покупця не спричинила збільшення реального доходу продавця.

Різниця між цими результатами якісно суттєва. Коли покупець унаслідок ф'ючерсної угоди стає багатшим або біднішим, то продавець лише жалкує про втрачену можливість «зірвати куш» або радіє, що залишився «при своїх».

Обидва партнери грають в азартну гру, але ставка покупця є більшою, оскільки він перебирає на себе продаж товару і відповідальність за це. Таким чином, покупець сподівається, щоб ціна на товар зросла, а продавець воліє не постраждати, коли ціна раптом знизиться. Покупець сподівається виграти на коливаннях цін, а продавець - застрахуватися від цих коливань. Якісні відмінності їх позицій саме і є підставою для укладання між ними ф'ючерсної угоди.

Учасниками ф'ючерсного ринку можуть бути будь-які юридичні чи фізичні особи. Безпосередньо брати участь у торгах і укладати угоди на біржі можуть лише фінансові посередники, які мають право проводити операції від свого імені (ділери) чи від імені клієнтів (брокери). Учасники ринку, які не мають права самостійно укладати угоди на ф'ючерсному ринку, звертаються до брокерів, стають клієнтами брокерських контор[2].

Клієнт брокерської контори за допомогою брокера укладає відповідну ф'ючерсну угоду, відкриваючи тим самим довгу чи коротку позицію. При цьому він вносить на свій рахунок, відкритий у кліринговій установі, деяку суму, що називається початковою маржею. Початкова маржа є внеском клієнта в забезпечення виконання умов контракту, тобто слугує певною гарантією того, що клієнт має намір виконувати свої зобов'язання. Розмір початкової маржі встановлюється розрахунковою установою (біржею) і може змінюватися залежно від цілей біржі.



Під час визначення величини маржі враховують такі чинники:

- 1) максимальні наявні відхилення ціни активу в контрактах за минулі періоди;
- 2) можливість зниження початкової маржі, якщо біржа бажає залучити учасників на ринок цього контракту.

Як початкова маржа можуть бути прийняті не тільки грошові кошти, а й деякі види державних цінних паперів. Вона, як правило, становить 1-6 % від загальної вартості контракту. Причому на хеджерські рахунки традиційно нараховують меншу маржу, ніж на спекулятивні. Якщо, наприклад, мінімальна вимога біржі щодо початкової маржі становить 5 %, то брокерська контора підвищить цю маржу для хеджерів до 7-10%, для спекулянтів - до 10-15 %. Вимоги щодо початкової маржі коливаються залежно від базового активу й ситуації на ринку.

На ф'ючерсні контракти, що мають більші цінові коливання, нараховують більшу початкову маржу. Після перевірки ф'ючерсних контрактів кліринговою установою вони перестають бути зобов'язаннями між покупцем та продавцем і перетворюються на зобов'язання між покупцем (продавцем) і кліринговою установою. Остання від моменту реєстрації укладеної угоди на біржі бере на себе зобов'язання перед покупцем поставити актив, а перед продавцем - сплатити його в обумовлені контрактом строки. Отже, клірингова установа стає контрагентом і гарантом виконання угоди як для покупця, так і для продавця. Крім того, наявність клірингової установи значно полегшує ліквідацію позиції учасника до дати поставки. Покупцеві чи продавцеві ф'ючерсного контракту допоможуть у разі потреби придбати протилежний контракт.

Наприкінці кожного біржового дня біржею визначаються ціни ф'ючерсних контрактів, які потім використовуються для внесення змін у рахунки клієнтів. Цю процедуру називають *marked to market* - переоцінка позицій відповідно до

поточних ринкових цін. Клірингова установа знімає кошти з рахунків тих, хто зазнав збитків, і нараховує відповідні суми тим, хто отримав прибутки. Кошти зі збиткових рахунків переказують на прибуткові впродовж ночі. Якщо впродовж дня ціна якогось ф'ючерсного контракту зменшиться, наприклад на 300 грн, то продавцеві цього контракту нарахують кошти у розмірі 300 грн, а з рахунка покупця знімуть 30 грн. У разі падіння цін на певні ф'ючерсні контракти продавці цих контрактів отримують прибутки, а покупці контрактів зазнають таких самих збитків. У разі зростання цін на ці контракти виграють покупці контрактів і програють продавці контрактів.

Поточний прибуток або збиток за відкритою позицією, який виражається в платежах клієнта або від клієнта, називають варіаційною маржею.

**Варіаційна маржа** - це грошові кошти, що підлягають нарахуванню або списанню за кліринговим рахунком клієнта в разі відхилення ціни укладення угоди від котирувальної. Тобто це прибуток або збиток, за яким виконують взаєморозрахунки між учасниками ринку. Її розраховують залежно від стану контракту так:

$$BM_1 = B_m - B_z, \quad (6.3)$$

де:  $BM_1$  - варіаційна маржа за позицією, що відкрита у процесі цієї торгової сесії і залишається відкритою після її закінчення;

$B_m$  - вартість контракту за розрахунковою ціною цієї торгової сесії;

$B_z$ —вартість контракту на момент закриття позиції.

Варіаційна маржа за позицією, що відкрита під час однієї з попередніх сесій і залишається відкритою у цій торговій сесії:

$$BM_2 = B_m - B_n, \quad (6.4)$$

де  $B_n$  - вартість контракту за розрахунковою ціною попередньої торгової сесії.

Варіаційна маржа за позицією, що відкрита під час однієї з попередніх торгових сесій і закрита у цій торговій сесії шляхом укладання контракту з протилежною позицією:

$$BMz = V_{nn} - V_n, \quad (6.5)$$

де  $V_{nn}$  - вартість контракту, укладеного з протилежною позицією.

Якщо  $BM > 0$ , її списують з рахунку фірми-продавця і зараховують на субрахунок фірми-покупця, а якщо  $BM < 0$  - чинять навпаки.

Якщо внаслідок операцій залишок коштів на клієнтському рахунку стане меншим за деяку встановлену біржею величину, яку називають підтримувальною маржею, клієнт внесе на свій рахунок так звану додаткову маржу. Якщо додаткова маржа не буде внесена клієнтом упродовж 24 годин, його позиція на біржі закритється. На відміну від початкової маржі, додаткову маржу вносять лише грошовими коштами.

**Підтримувальна маржа** - це мінімальний рівень, до якого може знизити залишок коштів на рахунку інвестора внаслідок небажаного руху цін. Сума, що перевищує підтримувальну маржу, може бути вилучена інвестором у будь-який час.

Брокерські контори звичайно дають 3-5 днів своїм клієнтам для додаткових внесків. Клієнти, не здатні внести додаткові кошти, мають закрити свої позиції на ринку та свої рахунки. Якщо клієнт не покриває потреби в додаткових коштах і його рахунок вичерпано, всі подальші збитки відшкодовуються за рахунок брокерської контори.

Більшість ф'ючерсних контрактів мають дозволені верхню та нижню межі коливання ціни кожного дня. Це так звані граничні значення котирувальної ціни - максимальне та мінімальне значення, в межах якого може змінюватися ціна контракту впродовж торгової сесії. У разі, коли ціна виходить за припустимі межі, йдеться про закриття верхню чи нижню межу. Закрита нижня межа не дає можливості покупцям вільно увійти в ринок або залишити його, а

закрита верхня межа так само впливає на продавців. Тобто торги тривають, але у напрямі зменшення цінових коливань. Якщо закрита цінова межа діє кілька днів поспіль, біржа розширює цю межу. Цінові межі встановлюються для стабілізації ринку й утримання його під контролем.

*Встановлення межі* - своєрідна затримка часу для того, щоб ринок зміг пристосуватися до подій, які викликають коливання цінової межі.

Клірингова установа є одним з відділень біржі або незалежною організацією. Через клірингову палату здійснюються реєстрація, узгодження, гарантування, закриття позицій та поставка активів за укладеними угодами. Фінансові звіти також готує клірингова установа. Її членами є розрахункові фірми, які виконують розрахунки для брокерських контор.

Брокерські контори несуть фінансову відповідальність перед своїми розрахунковими фірмами, а клірингова установа є гаратом для своїх членів - розрахункових фірм у проведенні всіх розрахункових операцій за торгами. Усі члени клірингової установи вносять і тримають на рахунках за кожною торговельною позицією так звану клірингову маржу, яка є гарантією належного виконання ф'ючерсних контрактів з боку учасників ринку. Щодня клірингова установа звіряє рахунки своїх членів, встановлює й регулює маржу залежно від ситуації на ринку.

Предметом ф'ючерсного контракту можуть бути реальні товари або такі фінансові інструменти, як іноземна валюта, депозитні сертифікати, банківські депозити, акції, облігації, векселі, довгострокові казначейські зобов'язання, фондові індекси. Обсяги поставки цих фінансових інструментів стандартні (як лоти), що є особливістю ф'ючерсних контрактів.

*Виділяють два типи ф'ючерсних контрактів - товарні та фінансові[2].*

**Товарний ф'ючерсний контракт** - це угода між продавцем або покупцем, з одного боку, і кліринговою установою біржі - з іншого, про поставку стандартної кількості відповідного товару за узгодженою ціною на конкретну

дату в майбутньому. Необхідність розвитку ринку таких ф'ючерсів в Україні можна пояснити тим, що торги ф'ючерсними контрактами проводяться за такими групами товарів, як продукція виробничотехнічного призначення, сільгосппродукція, енергоносії, цінні метали, товари широкого вжитку.

Особливо популярними в Україні могли б стати ф'ючерсні угоди на сільгосппродукцію. Так, наприклад, виробник, на полях якого зернові досягнуть не раніше, ніж через три місяці, міг би отримати певну ціну за неї, продавши ф'ючерсні контракти на врожай. У свою чергу, споживачі зернових, купуючи ф'ючерсні контракти, мали б змогу забезпечити гарантовані майбутні поставки за фіксованою ціною і таким чином знизити або виключити ціновий ризик.

**Фінансові ф'ючерси** є ф'ючерсними контрактами, в основі яких лежать фінансові інструменти. Основними їх видами є валютні, процентні ф'ючерси та ф'ючерси на фондові індекси.

*Ф'ючерсні контракти на іноземну валюту* - це угода між продавцем (покупцем) та кліринговою установою біржі про продаж (купівлю) стандартної суми однієї валюти за іншу за узгодженим валютним курсом на конкретну дату у майбутньому. Сутність ф'ючерсного валютного контракту полягає в тому, щоб зафіксувати в момент укладання угоди валютний курс, за яким відбудеться операція обміну валют у майбутньому. Типи ф'ючерсних контрактів на іноземну валюту змінюються від біржі до біржі за номінальною вартістю та видами валют, що обмінюються. Предметом найактивнішої торгівлі є ф'ючерси на долари США, євро, канадські долари, фунти стерлінгів, єни, австралійські долари, мексиканські песо.

*Ф'ючерсний контракт за короткостроковими відсотковими ставками* - це угода між продавцем або покупцем, з одного боку, та кліринговою установою біржі - з іншого, про прийняття на депозит стандартної суми грошових коштів під визначену грошову ставку на конкретну дату в майбутньому. Укладення ф'ючерсної угоди за відсотковими ставками означає,

що продавець бере на себе зобов'язання покласти депозит стандартної суми під відсоткову ставку, що фіксується в момент продажу контракту. Дата виконання такого ф'ючерсного контракту віддалена деяким проміжком від дати укладення угоди і є стандартною. Покупець ф'ючерсного відсоткового контракту зобов'язується прийняти депозит на аналогічних умовах.

*Ф'ючерсні контракти на фондові індекси* - являють собою контракти, засновані на вартості фондового індексу, що лежить в їх основі. Оскільки індексні ф'ючерси не передбачають будь-яких поставок цінних паперів, то технологія ф'ючерсних індексних угод базується на тому, що додатна або від'ємна зміна величини індексу множиться на стандартний грошовий коефіцієнт. Одержана таким чином сума сплачується одній зі сторін-учасниць. Західна практика свідчить, що на сучасних ф'ючерсних біржах щоденний обсяг операцій з фінансовими ф'ючерсами багатократно перевищує обсяг операцій на всіх ринках товарних ф'ючерсів та опціонів. Продавці (виробники) і покупці (споживачі) працюють на біржі з метою страхування своїх товарів, які вони планують продавати (купувати) в майбутньому від непередбачених змін ціни або для того, щоб зафіксувати сприятливу для себе цінову кон'юнктуру.

Інституційні інвестори, як правило, вкладають кошти у валютні ф'ючерси, ф'ючерси на цінні папери та біржові індекси. Товарних ф'ючерсів такі інвестори практично не використовують. Однак загальні обсяги торгівлі товарними ф'ючерсами, використання їх хеджерами та спекулянтами ф'ючерсних ринків цукру, зернових, кави, нафти з 70-х до 90-х років не зменшилися. Співвідношення обсягів торгівлі на користь фінансових ф'ючерсів змінилося завдяки тому, що за останні 10 років інституційні інвестори створили справді їх величезний ринок, який суттєво перевищив обсяги ринку товарних ф'ючерсів. Інституційні інвестори використовують фінансові ф'ючерси як для хеджування портфелів з реальними цінними паперами, так і для спекуляцій.

У багатьох випадках більш ефективною інвестиційною стратегією є купівля-продаж ф'ючерсного контракту на індекси. Угоди з ними є новою, швидко прогресуючою галуззю фінансових операцій, а перший індексний строковий контракт був укладений у 1982 р. в Торговій палаті Канзас-Сіті. Порівняння операційних витрат показує, що вони є істотно нижчими на ринку ф'ючерсів на індекси акцій. Крім цього, час, за який може укладатись ф'ючерсна угода, становить 30 і менше секунд, коли продаж акцій за розумною ціною складає 2-3 хвилини. Оскільки на всі акції, що входять до бази індексу, сплачуються дивіденди, то у випадку ф'ючерсного контракту на біржовий індекс інвестиційна дохідність дорівнює поточній дохідності за акціями. Тоді вартість поставки дорівнює різниці між річною ставкою фінансування (річною процентною ставкою за кредитами) і річною поточною дохідністю, що множиться на кількість днів до поставки, розділену на 365.

Наприклад, річна ставка фінансування становить 6,5 %, річна дивідендна дохідність - 2 %, а кількість днів до розрахунку - 60.

Тоді вартість поставки становитиме:

$$(0,065 - 0,02) \times (60 / 365) = 0,007397$$

Якщо поточна вартість індексу становить 410, то теоретична ф'ючерсна ціна становитиме:  $410 + 410(0,007397) = 413,03$ .

*Базис ф'ючерсного контракту* визначається як різниця між спотовою ціною активу і ф'ючерсною ціною, що склалась на ринку. У нашому випадку, якщо реальна ф'ючерсна ціна становить 413,03, то базис становитиме -3,03, тобто різниці між поточною вартістю індексу і ф'ючерсною ціною.

З формуванням портфеля, що дублює індекс, пов'язані витрати, які включають гонорари менеджерам, операційні витрати тощо. Оскільки управляючий активами, який використовує індексацію, зазвичай купує не всі акції, що входять до бази індексу, додаткові витрати виникають через відмінності у структурі портфеля і відслідковуваного індексу. Зі збільшенням

таких витрат ефективність індексної стратегії падає. Тому замість купівлі акцій для побудови індексованого портфеля менеджер може використовувати ф'ючерси на ринкові індекси.

За деякими оцінками, з 60 найбільших індексованих пенсійних фондів близько третини використовують індексні ф'ючерси в управлінні фондом. Якщо ф'ючерс на індекс оцінений за теоретичною вартістю, то портфель, що складається з «довгої» позиції за ф'ючерсами на індекси і казначейських векселів, буде давати ту саму дохідність, що і відповідний ринковий індекс. Припустимо, що управляючий фондом має намір проіндексувати портфель у 9 млн дол., використовуючи *S&P 500* як базовий індекс. Припустимо також, що:

- 1) поточне значення *S&P 500* дорівнює 300;
- 2) ф'ючерси на індекс *S&P 500* з датою поставки через шість місяців продаються за ціною 303;
- 3) очікувана дивідендна дохідність *S&P 500* за шість місяців дорівнює 2 %;
- 4) дохідність тримісячних казначейських векселів становить 3 %.

Теоретична ф'ючерсна ціна дорівнює 303 ( $300 + 300 \times (0,03 - 0,02)$ ).

Розглянемо дві стратегії, які може використовувати управляючий індексним фондом: Стратегія 1. Придбання акцій на 9 млн дол. таким чином, щоб продублювати поведінку індексу *S&P 500*. Стратегія 2. Купівля 60 ф'ючерсних контрактів на *S&P 500* з датою поставки через шість місяців та інвестувати 9 млн дол. в казначейські векселі. Припустимо, що індекс *S&P 500* зросте до 330, залишиться на рівні 300, впаде до 270. У разі поставки ф'ючерсна ціна змінюється разом зі значенням індексу.

Якщо ф'ючерсний контракт переоцінений, менеджер фонду обміняє ф'ючерси на біржовий індекс і казначейські векселі на акції, що входять до бази індексу. У цьому випадку менеджер застосовує стратегію заміщення



акцій, коли використовується обмін (своп) портфеля акцій і синтетичного портфеля (ф'ючерси/казначейські векселі) залежно від вартості ф'ючерсного контракту щодо ринкового індексу. Ця стратегія є однією зі стратегій, що використовуються для збільшення доходності індексованого портфеля. При цьому її застосування може призвести до різних результатів залежно від умов, що склались. Наприклад, портфель менеджера індексного фонду складається з ф'ючерсів на індексі казначейських веселів. По-перше, якщо ф'ючерсний контракт стає більш дорогим, ніж акції індексу, то ф'ючерси будуть продані, а акції куплені. Для виконання заявок на купівлю використовується програмна торгівля. По-друге, якщо ціна ф'ючерсного контракту залишається справедливою, то позиція утримується до закінчення контракту, коли за ф'ючерсами поставляється грошова вартість індексу і акції купуються на ринку за ціною закриття за допомогою програмної торгівлі[16].

Якщо індексний фонд включає дублюючий портфель акцій, а ф'ючерси недооцінені порівняно з їх теоретичною вартістю, то менеджер фонду продасть портфель акцій і купить ф'ючерсні контракти за допомогою програмних торгів.

## **РОЗДІЛ 4. ФОРМУВАННЯ ПОРТФЕЛЯ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ**

4.1. Портфель фінансових активів і принципи його формування.

4.2. Методи формування портфеля фінансових активів.

4.3. Фундаментальний і технічний аналіз в портфельному інвестуванні.

### **4.1. Портфель фінансових активів і принципи його формування**

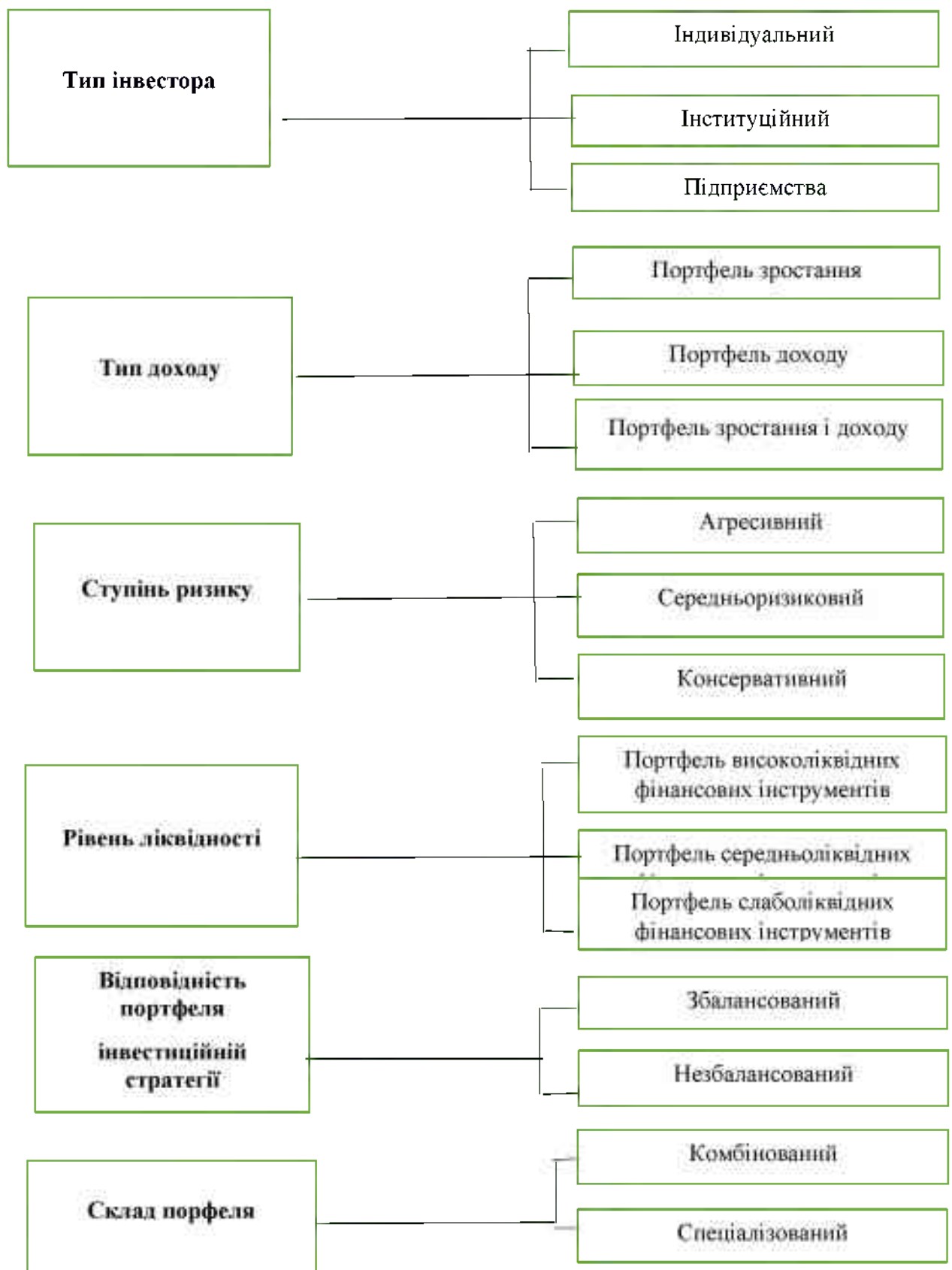
Інвестуючи кошти, індивідуальний або інституційний інвестор розподіляє їх між різними видами фінансових інструментів, тобто формує свій портфель фінансових інвестицій. Отже, портфель фінансових інвестицій/активів являє собою цілеспрямовано сформульовану сукупність об'єктів фінансового

інвестування, зокрема фінансових активів різних видів, призначених для здійснення фінансової та страхової діяльності в певному періоді згідно з розробленою інвестиційною стратегією. Такий портфель розглядають як вкладення інвестора в фінансові активи, якими він управляє як єдиним цілим.

Різноманітність складу портфелів фінансових активів визначається пріоритетними цілями різних груп інвесторів, видами фінансових інструментів, які включаються згідно з цими цілями і нормативно-правовими актами, схильністю інвесторів до ризику тощо. Така різноманітність портфелів у практиці інвестиційної діяльності певним чином типізується (рис. 4.1). На практиці конкретний портфель фінансових активів за кожним критерієм належить до певного типу. Поєднання (комбінація) типів портфелів за кожним із критеріїв характеризується створенням загальних типів портфелів [15].

Так, банком може формуватися інституційний, дохідний, середньоризиковий, збалансований, диверсифікований портфель з активним управлінням.

Залежно від типу інвестора розрізняють інституційний, індивідуальний портфелі і портфель фінансових активів підприємств. До основних інституційних інвесторів, які є фінансовими інститутами й інвестують кошти у фінансові інструменти, належать банки, інститути спільного інвестування, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди. Індивідуальні портфелі формують громадяни для отримання від своїх заощаджень, вкладених у фінансові активи, поточного і додаткового доходу. Для підприємства фінансове інвестування може мати пряму та портфельну форму, на відміну від інституційних інвесторів, які є портфельними інвесторами.



**Рис. 4.1. Основні типи портфелів фінансових активів [15]**

В основі портфеля зростання лежать фінансові інструменти, які забезпечують високі темпи збільшення капіталу. До цих активів можуть

належати акції тих підприємств, які велику частку прибутку реінвестують у свою діяльність, внаслідок чого покращуються їх фінансові показники та зростають курсові вартості акцій; акції успішно функціонуючих компаній; акції перспективних підприємств та венчурних (ризикових) компаній (за наявності, звичайно, певної ймовірності зростання їх курсових вартостей); довгострокові облігації з купонною ставкою, яка може забезпечити зростання ринкової ціни облігації в майбутньому за наявності ймовірності зниження відсоткових ставок; акції недооцінених ринком компаній; похідні фінансові інструменти за наявності ймовірності руху біржових цін на активи, який сприятиме зростанню капіталу, та інші цінні папери.

Портфель доходу формується з фінансових інструментів, які забезпечують високий рівень поточного доходу за незначного зростання капіталу. До них належать прості та привілейовані акції підприємств, які виділяють на дивіденди значну частину свого чистого прибутку; облігації, векселі, депозитні та ощадні сертифікати, а також банківські депозити, які мають вищі відсоткові ставки порівняно із середньоринковими.

Можна вирізнити і проміжний тип портфеля, який спрямований на отримання дивідендів (відсотків) і зростання курсової вартості цінних паперів, - портфель зростання і доходів. Формування цього типу портфеля здійснюють з метою уникнення можливих втрат на фінансовому ринку як від падіння курсової вартості, так і від низьких дивідендних чи відсоткових виплат. Одна частина фінансових активів, що входить до складу цього портфеля, приносить власнику зростання капітальної вартості, а інша - дохід. Втрата однієї частини може компенсуватися зростанням іншої.

До такого типу портфелів іноді відносять портфель подвійного призначення, який включає фінансові інструменти, що приносять його власнику високий дохід за зростання вкладеного капіталу. У цьому випадку йдеться про цінні папери інвестиційних фондів подвійного призначення, які

випускають власні акції двох типів: перші приносять високий дохід, другі - зростання капіталу.

Хоча інвестор формує портфель зростання доходу задля зростання свого початкового капіталу, на практиці висока дохідність цих портфельів може «з'їдатись» через високі ринкові ціни на такі активи сьогодні або високі ризики таких активів у майбутньому[6].

За ступенем ризику портфелі фінансових активів можна поділити на агресивні, середньоризикові та консервативні. В основі формування цих портфельів лежить різне співвідношення показників дохідності (у різних її формах - приросту дивідендів чи приросту курсової вартості) та ризику більшості фінансових інструментів, які належать до певного портфеля. Наприклад, агресивний портфель складається з високодохідних цінних паперів, але сукупний ризик такого портфеля вищий порівняно з іншими видами портфельів. Відповідно мінімізація ризику під час формування консервативного портфеля обумовлює зниження його дохідності. Найоптимальнішим щодо поєднання дохідності та ризику є середньоризиковий портфель фінансових інвестицій.

За подальшої типізації портфельів фінансових активів структуроутворювальною ознакою може бути така інвестиційна якість, як ліквідність [15].

Типізація портфельів фінансових активів за їх досягнутою відповідністю цілям інвестування пов'язана передусім з процесом реалізації цілей їх формування. Збалансований портфель характеризується повною реалізацією цілей його формування шляхом відбору фінансових інструментів, які найповніше відповідають цим цілям. Незбалансований портфель характеризується невідповідністю складу його фінансових інструментів цілям його формування. Різновидом незбалансованого портфеля є розбалансований портфель, який був раніше оптимізований, але через суттєві зміни умов

інвестиційної діяльності вже не задовольняє інвестора, тобто вже не відповідає цілям формування портфеля.

Залежно від видів фінансових інструментів, які входять до портфеля фінансових інвестицій, розрізняють комбінований та спеціалізований портфелі. Комбінований портфель включає певну сукупність видів фінансових інструментів, які обертаються на ринку. Цей портфель може складатися з акцій, облігацій, банківських депозитів та інших фінансових інструментів. Склад спеціалізованого портфеля обмежується тільки одним видом фінансових інструментів. Тобто спеціалізований портфель може бути представлений у вигляді таких видів портфелів[22]:

*Портфель акцій* дозволяє забезпечувати високі темпи приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Його різновидом є портфель акцій венчурних (ризикових) підприємств.

*Портфель облігацій* - портфель, який формується для забезпечення високих темпів формування поточного доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, одержання ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

*Портфель міжнародних фінансових інструментів* - формування такого портфеля здійснюють, як правило, інституційні інвестори шляхом придбання фінансових інструментів, емітованих іноземними суб'єктами господарювання. Зазвичай він націлений на забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків.

*Портфель депозитів* дозволяє забезпечувати необхідну ліквідність, отримання поточного інвестиційного доходу і мінімальний рівень інвестиційних ризиків.

*Портфель інших фінансових інструментів* включає вибір одного з інших видів фінансових інструментів інвестування, не розглянутих вище. У разі коли портфель складається з певної кількості фінансових інструментів одного виду,

він є недиверсифікованим. Портфель, який складається з різних видів фінансових інструментів, називається диверсифікованим (широкодиверсифікованим).

Також портфелі фінансових інвестицій залежно від методів управління ними можуть класифікуватися як пасивні (фіксовані) та активні (гнучкі) портфелі[23].

*Пасивний портфель* являє собою сукупність фінансових інструментів, які залишаються на весь період існування портфеля незмінними. Як правило, цей портфель складається з державних цінних паперів. Термін існування пасивного портфеля визначають останні дати погашення за фінансовими інструментами портфеля. Цей вид портфеля може гарантувати порівняно високу безпеку вкладання коштів у фінансові активи для інвестора, але не здатний забезпечити високих доходів.

На відміну від пасивного, формування інвестором активного портфеля передбачає управління ним упродовж усього періоду його існування згідно з інвестиційними цілями інвестора. Інвестори використовують такі стратегії активного управління портфелем, як перекидання коштів; пошук акцій недооцінених ринком компаній та підприємств, що реорганізуються; спекуляція новими випусками цінних паперів тощо.

Метою вкладання інвестором коштів у фінансові інструменти може бути отримання доходу або інша специфічна ціль (доступ через цінні папери до дефіцитної продукції, майнових прав; створення холдингових структур; розширення сфери впливу та перерозподіл власності тощо). Тобто можна виокремити дві основні вигоди, які може отримати інвестор, вкладаючи кошти в фінансові інструменти: 1) дохід від фінансових інструментів та 2) контроль за підприємствами. Виходячи з цього, за деякими класифікаціями, портфелі фінансових інвестицій можна класифікувати за цілями інвестування: дохідний портфель та спеціальний портфель. Дохідний портфель формують задля отримання доходу від фінансових інструментів чи у вигляді дивідендів, чи у

вигляді приросту курсової вартості, а спеціальний портфель формується інвестором згідно з його специфічними цілями. У такому випадку існування специфічного портфеля приносить інвестору певні доходи, але не від фінансових інструментів, які входять до цього портфеля, а від корпоративних прав.

Існують й інші класифікаційні ознаки портфельів фінансових активів[15].

За умовами оподаткування інвестиційного доходу виділяють два типи портфельів - оподаткований і вільний від оподаткування. Така типізація пов'язана з реалізацією однієї з цілей формування інвестиційного портфеля - забезпечення максимального ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

*Оподаткований портфель* складається з фінансових інструментів, дохід за якими підлягає оподаткуванню на загальних засадах згідно з діючою в країні податковою системою. Формування такого портфеля не переслідує цілей мінімізації податкових виплат під час здійснення фінансових інвестицій.

*Портфель, вільний від оподаткування*, складається, як правило, з державних і муніципальних облігацій, що переслідують цілі швидкої акумуляції інвестиційних ресурсів для розв'язання невідкладних інвестиційних завдань. Звільнення інвестора від оподаткування доходів за такими фінансовими інструментами додатково стимулює його інвестиційну активність, збільшуючи суму чистого прибутку на розмір цієї податкової пільги.

Окремо взятому типу портфеля фінансових активів властиві певні принципи формування, оцінювання та управління, які є найважливішими у сучасній економічній теорії ринку. Останніми роками було присуджено кілька Нобелівських премій за розроблення, пов'язані з окремими аспектами цієї проблеми.



Портфельний підхід передбачає максимізацію корисності від активів, тобто зростання їх дохідності за умови диверсифікації з метою зниження інвестиційних ризиків. У такий спосіб за умови формування портфеля досягають компромісу таких, на перший погляд, несумісних цілей, як максимізація доходу і мінімізація ризику.

*Будь-який інвестиційний портфель формують за такими основними принципами[20]:*

1. Відповідність складу портфеля інвестиційній стратегії компанії. Цей принцип передбачає залучення до портфеля фінансових активів, які мають забезпечити інвестору реалізацію його стратегічних цілей. Звісно, залежно від статусу інвестора, його цілі можуть бути різними. Інвестиційна стратегія інституційного інвестора повинна бути спрямована на підтримку відповідних пропорцій між первинним і вторинним резервами активів у складі портфеля. Якщо вторинний резерв формується виключно для цілей підтримки ліквідності, то первинний резерв формується насамперед з метою підвищення доходів суб'єкта господарювання, але разом з тим він повинен виконувати роль своєрідного амортизатора за фінансових труднощів. Це не означає, що інвестору нагально потрібно продавати активи первинного резерву за вичерпання ресурсів вторинного резерву і втрачати при цьому майбутні доходи. Наприклад, банк спочатку намагається поліпшити свій фінансовий стан за рахунок інших заходів, зокрема: вимоги відшкодування позичок до запитання; не поновлювати позички, термін відшкодування яких вичерпується; здійснити заходи щодо залучення депозитів; одержати позички на грошовому ринку тощо.

2. Принцип забезпечення відповідності портфеля інвестиційним ресурсам.

Інвестор має обов'язково зважати на те, який обсяг коштів він може виділити на інвестиційні цілі. У тому випадку, якщо компанія володіє значним капіталом, вона матиме можливість придбати велику кількість активів, не завдаючи шкоди іншим напрямкам діяльності. Якщо ж вона обмежена в

коштах, їй доцільно чітко визначити, в які фінансові активи вкласти кошти, оскільки ці кошти можуть виявитися необхідними для інших напрямів діяльності компанії.

3. Забезпечення прийнятних для інвестора співвідношень між основними цілями: дохідністю, зростанням капіталу, мінімізацією ризику та ліквідністю. Залежно від інвестиційної стратегії, якої дотримується інвестор, вона встановлюватиме різні співвідношення між дохідністю та ризиком інвестиційного портфеля. Відповідно, інвестор має обирати, в які активи вкладати кошти. Так, у випадку агресивної стратегії компанія обиратиме домінування дохідності над рівнем ризику та звертатиметься до інвестування у найдохідніші активи, які характеризуються високим рівнем ризику. Консервативні інвестори намагатимуться вкладати кошти в інструменти з помірним рівнем ризику та дохідності. Однак найбільш прийнятною для інвестора у будь-якому випадку залишається «золота середина». Компанія матиме можливість досягти стабільних прибутків, якщо вона визначить оптимальне співвідношення між ризикованістю та дохідністю складових портфеля фінансових інвестицій. Портфель може включати як ліквідні, так і неліквідні активи. У випадку, якщо неліквідні активи мають можливість принести значні доходи, інвестори будуть зацікавлені у включенні їх до власного портфелю. Однак у такому випадку потрібно зважати на те, що ризик ліквідності може призвести до значних втрат інвестора. Відповідно, для нього є доцільним гармонічне поєднання в портфелі ліквідних і неліквідних активів. Навіть якщо неліквідні активи характеризуються найвищим рівнем дохідності, інвестору недоцільно вкладати у них усі кошти, оскільки інвестування у них є достатньо ризиковим. Встановлення оптимального співвідношення між дохідністю та ліквідністю активів в інвестиційному портфелі є важливим завданням для інвестора.

4. Колегіальність (для компанії) у прийнятті рішень щодо складу портфеля. Колегіальність у прийнятті рішень щодо складу портфеля вимагає єдності

думок (консенсусу), оскільки кожен компаньйон відповідає своїм капіталом (часткою) за реалізацію портфеля і сподівається на отримання певного доходу на вкладений капітал.

5. Забезпечення управління портфелем, можливість систематично стежити за змінами на фінансовому ринку і здійснювати необхідне реінвестування коштів (моніторинг).

З метою запобігання виникненню збитків від інвестиційної діяльності інвесторам доцільно проводити постійний моніторинг ризиків, пов'язаних з активами, що містяться в портфелі фінансових інвестицій. У тому випадку, якщо результативність обраної стратегії не виправдалася і інвестор не отримає бажаного рівня дохідності інвестицій, доцільно тимчасово змінювати інвестиційну стратегію та концентруватися на найбільш дохідних напрямках інвестиційної діяльності. Відповідальність за формування та управління портфелем несуть інвестиційні менеджери.

*Мета формування портфеля* - поліпшити результати інвестування, надати сукупності активів такої інвестиційної якості, яка можлива лише за умови їх комбінації. На практиці немає ідеальної загальної програми формувань ефективного портфеля, але визначені цілі і стратегії успішного вкладання капіталу.

### **3.2. Методи формування портфеля фінансових активів**

Визначення цілей фінансового інвестування і типу інвестиційного портфеля, що реалізує обрану стратегію, дозволяє перейти до безпосереднього формування портфеля фінансових інвестицій /активів шляхом включення в нього відповідних фінансових інструментів. Ефективність цього формування забезпечується використанням двох альтернативних теоретичних концепцій,

відомих як «традиційний підхід до формування портфеля» і «сучасна портфельна теорія».

Традиційний підхід до формування портфеля базується на інструментарії технічного та фундаментального аналізу. Обидва ці підходи мають тривалу практику на Заході і являють собою два традиційних методи інвестиційного аналізу[23].

*Традиційне портфельне управління базується на ідеї збалансованого портфеля. Відповідно до цієї концепції управляючі портфелями включають у них різноманітні фінансові інструменти.*

Використовуючи традиційний підхід до аналізу фінансових інвестицій, інвестори розглядають різні види фінансових інструментів і на основі вичерпних знань обирають ті, які відповідають їх інвестиційним цілям. Традиційний аналіз містить аналіз макроекономічної ситуації в країні, галузевий і регіональний аналізи, аналіз інвестиційної привабливості окремих емітентів, а також оцінку цінних паперів.

Такий аналіз вимагає, щоб кожний інвестор здійснював ретельний аналіз різних галузей економіки і обирав ті з них, які забезпечать йому в майбутньому найвищий дохід з найнижчим ризиком. Взагалі комбінація портфеля базується на інтуїтивному судженні та диверсифікації цінних паперів, за рахунок чого зменшується інвестиційний ризик.

Менеджери, які обирають традиційний підхід, зазвичай намагаються вкласти кошти у добре відомі компанії, що викликано такими причинами[24]:

1. Вони були успішними компаніями і, можливо, будуть залишатися ними. Придбання цінних паперів компаній, які вже себе зарекомендували, є менш ризикованою справою, ніж вкладення у менш відомі підприємства.

2. Цінні папери великих компаній є більш ліквідними і доступними у великих кількостях, а менеджери, які управляють великими портфелями,

оперують великими сумами грошей. Для досягнення ефективного розміру замовлення їм необхідно купувати цінні папери у великих кількостях.

3. Набагато легше переконати клієнтів вкладати кошти у відомі фірми. «Прикрашення вітрини» - кліше воротил з Уоллстріт - відноситься до практики багатьох інвестиційних менеджерів, які насичують свій портфель акціями широковідомих фірм для спрощення продажу своїх управлінських послуг клієнтам.

Традиційні методи, які базуються на аналізі відповідності ринкової ціни внутрішній ціні активу або на прямому передбаченні поведінки цін, дають прості рекомендації на зразок «купуй акції, поки вони дешеві» (або недооцінені), і продавай їх, поки вони дорогі (або переоцінені)». Зазвичай правилам приведеного вище типу присвоюють гучні назви: «Золоте правило інвестування» або щось подібне. Безумовно, що у разі вдалого і точного прогнозу наслідування цих правил є розумним і нічого поганого в цьому немає. Складність полягає саме у надійності «справжньої» оцінки акції або прогнозу її майбутньої ціни.

Мета аналізу цінних паперів упродовж десятиліть залишилася в основному незмінною: визначити справжню вартість цінних паперів, ступінь ризику та спрогнозувати очікуваний дохід за цінними паперами. Але на кінець 50-х - початок 60-х рр. XX сторіччя на основі трьох чинників почалися зміни у процесі аналізу, особливо простих акцій.

Такими чинниками є:

1) наявність мікрокомп'ютерів, персональних комп'ютерів і комп'ютерних терміналів, пов'язаних через телефонну мережу з банками даних;

2) приведення у відповідність величезних комп'ютерних банків інформації сучасним вимогам портфельного управління;

3) використання сучасної портфельної теорії (*Modern Portfolio Theory (MPT)*), розробленої американським економістом Гаррі Марковіцем, у формі моделей для вибору цінних паперів портфеля.

Комп'ютерна техніка істотно допомогла розвинути аналітичні способи, за якими аналітики можуть одержати інформацію і проводити дослідження. Величезний обсяг економічної, фінансової та ринкової інформації тепер зберігається в комп'ютерних банках даних на твердих і гнучких дисках, компактдисках тощо. За допомогою комп'ютера аналітик може частіше переглядати дані, більш інтенсивно проводити кількісний аналіз і досліджувати велику кількість компаній та галузей промисловості.

Зі зростанням можливостей комп'ютера зросло використання сучасної портфельної теорії. Використовуючи цю теорію для вибору інвестиційних інструментів, інвестор або інвестиційний менеджер має можливість отримати кількісні дані про конкретні цінні папери [21].

На основі можливостей певної регресивної моделі аналітик може передбачити або оцінити майбутні коефіцієнти для цінних паперів, залишковий ризик, темп зростання дивідендів (відсотків) і ставку дисконту для вибраних вкладником або менеджером акцій цієї компанії.

Такий аналіз дозволяє скласти вигідний портфель фінансових інвестицій. Сучасна портфельна теорія також розглядає оптимальні методи розміщення фінансових інструментів у портфелі. Одним із найпростіших засобів теорії портфеля є метод диверсифікації, який дозволяє інвестору збільшити дохідність і зменшити до мінімуму ризик портфеля. Таким чином, сучасна портфельна теорія на перше місце висуває оцінку дохідності та ризику інвестиційного активу, а не просто передбачення майбутніх дивідендів або майбутньої ціни. Далі аналіз переходить від ізольованого розгляду окремих активів (що складає основну рису традиційного портфельного управління) до вивчення поведінки сукупності активів. Кореляції у зміні дохідності активів відіграють при цьому не менш важливу роль, ніж дохідності самих активів.

Сучасний аналіз базується на широкому і глибокому вивченні кількісних методів, передусім імовірісно-статистичних.

За етапом аналізу зазвичай здійснюється розробка стратегії інвестування. Це означає, що інвестор має вирішити, які активи йому потрібно купувати, коли він їх повинен продавати тощо.

Традиційні стратегії інвестування враховують передусім таку характеристику інвестиційного портфеля, як дохідність. На відміну від них, сучасна портфельна теорія враховує і другий фактор - ризик. Врахування двох факторів робить завдання вибору стратегії більш складним. Справді, якщо інвестор має два активи, один з яких за його оцінкою більш дохідний, ніж другий, за традиційним підходом він має обрати більш дохідний. Однак якщо більш дохідний є і більш ризиковим, то проблема вибору ускладнюється. Інвестор повинен вибрати з двох активів, один з яких для нього достатньо дохідний, а другий - занадто ризиковий. Вихід у цьому випадку полягає не у виборі одного активу, у формуванні портфеля цих активів, тобто формуванні сукупності цих активів у заданій пропорції, наприклад 10 акцій компанії *A*, 5 акцій компанії *B* тощо [14].

У формуванні портфеля активів як основи інвестиційної стратегії нічого нового немає. Більшість великих фінансових інститутів і багатих індивідуальних інвесторів завжди тримали акції не однієї якоїсь компанії, а багатьох; їх портфелі могли нараховувати десятки, сотні і навіть тисячі різних цінних паперів. Вони мали у власності нерухомість, золото та інші види багатства. Однак і в принципах формування інвестиційного портфеля сучасна фінансова теорія зробила нові кроки. Якщо за традиційного підходу формування портфеля мало більш-менш імовірностний, несистематичний характер, то сучасний підхід ставить завдання вибору оптимального, тобто найкращого за тим або іншим критерієм портфеля. Безумовно, цей критерій повинен враховувати обидві характеристики інвестицій - дохідність та ризик. Так, інвестор може поставити і вирішити завдання про знаходження

мінімального за ризиком портфеля, якщо він обмежить заданим рівнем дохідності. Тобто серед портфелів, дохідність яких буде не нижче даної величини, він зможе знайти портфель з мінімальним (у даному класі) ризиком. У принципі, сучасна теорія дозволяє будувати увесь спектр портфелів з будь-яким «оптимальним» співвідношенням дохідності та ризику.

Можливість вибору оптимальної інвестиційної стратегії методами сучасного портфельного аналізу базується передусім на уточненні поняття ризику, який дозволяє оцінити його кількісно.

Таким чином, у рамках сучасного «портфельного» підходу проблема формування інвестиційного портфеля отримала своє адекватне вирішення.

Вище зазначалося, що вибір інвестиційного горизонту має велике значення у структурі інвестиційного процесу. Слід зазначити, що після визначення інвестиційної стратегії вибір оптимального портфеля має зміст саме щодо заданого горизонту. У подальшому цю процедуру (і попередні етапи) доводиться повторювати, оскільки з часом ситуація на ринку можуть можуть істотно змінитися [14].

Так виникає поняття *«управління портфелем активів»*, тобто триєдиного процесу, що постійно повторюється: визначення цілей - аналіз активів - вибір портфеля. На наступних етапах раніше сформований портфель може вже не бути оптимальним у нових умовах, деякі активи можуть бути вилучені з нього, інші, нові, потрібно буде ввести тощо.

Інвестиційний процес має ще одну компоненту - оцінку інвестиційного процесу. Тут мається на увазі періодичний контроль і оцінка ступеня відповідності реальних результатів інвестиційного процесу тим цілям і критеріям, які ставив перед собою інвестор на кожному етапі. Ця оцінка повинна показувати, наскільки в дійсності ефективні обрані стратегія і сформований портфель.



Однією з підвалин сучасної портфельної теорії є гіпотеза ефективного ринку (*Efficient Market Hypothesis*), причому в поняття «ефективний ринок» вкладається особливе значення. Ефективність ринку оцінюється з точки зору процесу визначення цін і ставиться у пряму залежність від інформаційного забезпечення учасників, тобто ринок є ефективним, якщо ціни на фінансові інструменти на ньому повністю відображають усю наявну інформацію, а в разі появи будь-яких нових даних, спроможних вплинути на ціни, відбувається миттєва зміна цих цін.

«Ефективний» фінансовий ринок не можна плутати із «досконалим» (*perfect*) ринком. Основними ознаками останнього вважаються [22]:

- інформація однаково доступна і безкоштовна для всіх учасників ринку;
- ціни не залежать від окремих покупців, продавців, емітентів;
- відсутні операційні видатки, що виникають при обігу цінних паперів (брокерські комісійні, винагороди, податки, збори тощо).

На ринку, який відповідає таким вимогам, кожен учасник має доступ до всієї відповідної інформації і діє раціонально. Якщо ринок щодо цього буде досконалим, то і його ціновий механізм буде ефективним.

Вбачається, що в реальному житті не може існувати такий досконалий ринок і перелічені вище характерні для нього ознаки можуть бути тільки теоретичними: до них слід прагнути, проте ніколи не можна досягти повністю. Особливо нереальним видається вимога щодо відсутності операційних видатків, оскільки за таких умов не можуть існувати установи та організації, що займаються професійною діяльністю на ринку цінних паперів. Так, аналітики стягують платню за проведення досліджень, та і всі фінансові посередники та брокери, що діють на ринку, надають платні послуги. Не можуть бути безплатними і послуги з надання інформації, оскільки як постачальники інформації, так і всі інші підприємці намагаються отримати певні доходи від своєї діяльності.

Існування ж ефективного ринку більш реально, ніж досконалого. Дослідження, проведені закордонними вченими, показали, що Нью-Йоркська фондова біржа, Лондонська (Міжнародна фондова біржа Великобританії та Ірландії), а також японський ринок цінних паперів можуть розглядатися як ефективні фінансові ринки. Європейські ринки є менш ефективними. Ринки Сінгапуру, ПАР, Нігерії тощо через незначні розміри, малі обсяги торгівлі та якість доступної суспільству інформації вважаються неефективними. Значення теорії ефективного фінансового ринку слід шукати у можливості її практичного застосування інститутами, які функціонують на цьому ринку [22].

По-перше, на дуже ефективних ринках, таких як організований ринок - фондова біржа, фінансові установи, понісши незначні видатки, мають можливість отримувати і аналізувати інформацію, що визначає ринкові ціни. На менш ефективних ринках для отримання аналогічної інформації треба витратити більше коштів.

По-друге, клієнти фінансових посередників та брокерів завжди будуть вибирати той ринок, на якому здійснюється правильна оцінка вартості цінних паперів, тобто ефективний ринок. Тому кількість і масштаби операцій, а, отже, й доходи фінансових установ будуть більш значними на ефективному ринку, ніж на неефективному.

Фінансові інститути, які функціонують на ефективних ринках, відіграють провідну роль щодо тих, що діють на менш ефективних ринках. Залежно від здатності ринку реагувати на певну інформацію існує три форми його ефективності[3].

Перша форма - гіпотеза «слабкого ринку» (*weak*) - передбачає, що на такому ринку у поточній ціні, наприклад акції, відображено всю інформацію про зміни її ціни, що відбувалися в минулому, обсяги торгівлі тощо. Якщо ринок перебуває в цій формі ефективності, то його поточні ціни повністю відбивають інформацію, що містить в собі дані про послідовність змін у цінах,

які спостерігалися на ринку в минулому. Тому на такому ринку не можна отримати додаткових доходів, просто аналізуючи ситуації, які мали місце в минулому періоді часу.

Друга форма - *гіпотеза «напівсильної» ефективності ринку (semi strong)* - відноситься до ринку, на якому ціни повністю відображають усю доступну суспільству інформацію про цінні папери, що обертаються на ньому. Звідси випливає висновок про те, що на ринку, який перебуває у напівсильній формі ефективності, не можна отримати додаткових доходів (мається на увазі понад очікуваних), якщо діяти з урахуванням матеріалів аналізу, що проводиться на базі суспільно доступної інформації.

Та, нарешті, третя форма - *гіпотеза «сильної» ефективності (strong)* - пов'язана з ринком, на якому в поточних ринкових цінах повністю відображається вся інформація (мається на увазі не тільки суспільно доступна, але й приватна (внутрішня), яка перебуває у розпорядженні тільки окремих осіб). Логіка підказує, що якщо ринок буде перебувати у формі сильної ефективності, то навіть отримавши інформацію, яка недоступна для інших учасників ринку, на ньому не можна буде мати додаткових прибутків, оскільки в поточній ціні вже враховано і цю інформацію. Поява в науці гіпотези про три форми ефективності ринку поставила нові завдання перед дослідниками: довести або спростувати можливість існування сучасного ринку цінних паперів у певній формі. Гіпотезу ефективного ринку дуже складно перевірити експериментальним шляхом, оскільки для цього треба бути впевненими в тому, що отримано дійсно всю необхідну інформацію (що відповідає кожній з трьох форм), та, крім того, необхідно правильно оцінити напрям та розмір впливу цієї інформації на ринкові ціни.

Прибічникам теорії ефективного ринку вдалось довести, що діючий ринок може перебувати в слабкій або напівсильній формі ефективності, проте їх спроби підтвердити наявність ринку у сильній формі зазнали невдачі [22].

Як підсумок, зауважимо, що далеко не всі погоджуються з принципами, на яких базуються сучасні підходи. Їх застосування передбачає високий рівень розвитку ринку цінних паперів. Слепе, некритичне застосування їх в українській економіці навряд чи буде виправдане. Однак ці методи дають важливий інструмент для аналізу і вирішення завдань, які виникають в інвестуванні, необхідно лише чітко усвідомлювати ті умови і передумови, які забезпечують його ефективне застосування.

### **3.3. Фундаментальний і технічний аналіз у портфельному інвестуванні**

*Фундаментальний аналіз* - це аналіз чинників, які впливають на вартість цінного папера. Він призначений для відповіді на запитання, який папір потрібно купувати або продавати, а *технічний аналіз* - коли це потрібно робити.

Засновником фундаментального аналізу можна вважати Бенджаміна Грехема, який у своїй книзі *«Принципи і техніка аналізу цінних паперів»* (*Security analysis. Principles and technique*) вперше провів паралель між внутрішньою вартістю та ринковою ціною акції[28].

*Фундаментальний аналіз* - метод прогнозування майбутніх змін цін аналізованих акцій на підставі економічних, політичних та інших суттєвих факторів і показників, які вірогідніше за все матимуть вплив на попит і пропозицію цих цінних паперів.

Можна виділити такі положення, які покладені в основу фундаментального аналізу[3]:

1. На розвиненому ринку цінних паперів ціна акції надзвичайно чутлива до фундаментальних чинників, пов'язаних з підприємством.
2. Поточні коливання цін - це певний природний фон, на який можна не зважати з точки зору загального стану справ.

3. Ринкові котирування цін акції є пасивним відображенням справжньої вартості акції, яка покладена в їх основу, і це відображення так чи інакше співвідноситься з активами, які стоять за кожною акцією.

Таким чином, особливістю фундаментального аналізу є розгляд сутності процесів, що відбуваються на фондовому ринку, вивчення причин, які викликають зміни економічної ситуації, виявлення при цьому складних взаємозв'язків між різними явищами, що відбуваються на досліджуваному ринку та його секторах, на суміжних ринках. Фундаментальний аналіз фондового ринку вивчає причини, що рухають цим ринком.

Головним завданням цього аналізу є визначення дійсної (внутрішньої, справедливої) вартості конкретного емітента або його акцій. Тут доводиться виходити з історичних та поточних значень показників підприємства (прибуток, виручка, обсяги виробництва тощо) на фоні макроекономічної ситуації на ринку, що постійно змінюється. Найважливішим завданням аналітика є прогнозування майбутнього стану аналізованого емітента та ринку його акцій.

У повному обсязі фундаментальний аналіз включає чотири основні рівня, але за необхідності можна виключити певні етапи аналізу (наприклад, регіональний аналіз). Аналіз «згори-вниз» починається з середовища, в якому відбувається вся діяльність суб'єктів ринку.

***1. Аналіз макроекономічної ситуації. На цьому етапі вивчаються попит і пропозиція та низка макроекономічних факторів.***

Ціни на ринку залежать насамперед від обсягу запропонованих на продаж цінних паперів та від обсягу капіталів, які поточний момент інвестуються в акції, тобто відношення попиту і пропозиції визначає кон'юнктуру фондового ринку. І така кон'юнктура у різні періоди може суттєво відрізнятись[5].

У період високої кон'юнктури помічається приріст грошової маси, яка направляється на фондовий ринок, що спричиняє підвищення курсів для

врівноважування ціни і часто - до поступового зниження дохідності. У період низької кон'юнктури відбувається підвищення обсягу цінних паперів, запропонованих до продажу, невідповідність цього обсягу платоспроможному попиту і у цій ситуації спостерігається вплив капіталів із відповідних секторів фондового ринку. Держателі цінних паперів можуть їх реалізувати тільки за згодою на пониження цін.

Основним джерелом капіталу є ВВП. При більш високому ВВП можна розраховувати на більший обсяг інвестицій на фондовому ринку. Однак кошти можуть і не надійти на фондовий ринок, якщо вони підуть на альтернативні вкладення, використовуються на споживання, на інвестиції у інших країнах. Збільшення зайнятості, зростання до певного рівня заробітної плати, зниження податків сприяє припливу капіталів на ринок, але високий рівень інфляції, підвищений ризик можуть звести нанівець ці можливості появи додаткових капіталів на ринку [3].

Під час проведення фундаментального аналізу слід урахувати такі макроекономічні фактори, як:

- нормативно-правові засади інвестиційної діяльності;
- стан та перспективи зростання економіки країни;
- поточні темпи інфляції та очікування їх змін;
- середню ставку процентів за вкладами в банках, очікування змін за цими ставками;
- кон'юнктура світових товарних ринків, ринків дорогоцінних металів, нерухомості та інших;
- методи державного регулювання економіки;
- процеси споживання і накопичення та інші показники.

Аналіз макроекономічної ситуації на першому рівні фундаментального аналізу необхідно проводити у динаміці, з урахуванням існуючих або

очікуваних тенденцій. На підставі такого аналізу вибудовуються прогнози змін різних показників, аналізується вплив їх змін на ринкові ціни, на кон'юнктуру світових ринків. Про багато макроекономічних показників доцільно судити одночасно з аналізом різних зведених індексів (промислового виробництва, галузевих, фондових, довіри споживачів тощо), показників, які є найважливішими характеристиками розвитку економіки країни.

Під час фундаментального аналізу робляться спроби встановити механізми впливу найважливіших політичних (вибори, очікувана зміна уряду, можливий прихід до влади антиринкових сил тощо) і соціальних (очікувані страйки, зростання безробіття, затримки з виплатою зарплати тощо) подій.

Важливим моментом є також відслідковування політики і заяв керівників уряду та економічних органів. У багатьох країнах, наприклад, перед виборами та в очікуванні їх результатів інвестиційна діяльність скорочується. Для можливості довгострокових інвестицій на першому етапі аналізу з урахуванням подальшого переходу до другого етапу необхідно проводити макроекономічний аналіз ефективності діяльності різних галузей. Разом із тим варто враховувати, що існує певний зв'язок між різними ринками, наприклад, між валютним ринком і ринком цінних паперів, відслідковується їхній вплив один на другий. Тому висновки, зроблені на макрорівні, потребують певного коригування залежно від ситуації на різних секторах ринку[3].

Загальноекономічна ситуація відображує стан у більшості сфер господарювання, однак кожна з цих сфер або галузей підпорядковується не тільки загальним, а й одиничним, внутрішнім закономірностям [2].

## ***2. Галузевий аналіз.***

Він дозволяє класифікувати види економічної діяльності за діловою активністю, стадіями розвитку і привабливістю для інвестицій. Вони мають свій життєвий цикл. Тому під час проведення фундаментального аналізу постійно намагаються виявити вид діяльності, що перебуває на підйомі, і в

рамках встановлених інвестиційних пріоритетів можна сподіватися на краші, порівняно з іншими видами діяльності, можливості розміщення коштів. Однак недостатньо визначити, що у момент аналізу галузь перебуває на підйомі, треба визначити, як довго може продовжуватися така ситуація, чи немає ознак наближення спаду.

Відомо, наприклад, що за зниження цін на ринку найбільше падає курс тих акцій, які належать до групи видів діяльності, що мають циклічний розвиток або слабку основу, продукція яких значно залежить від ситуації і кон'юнктури на ринках. А види діяльності, які мають монополію на ринку, або ті, що виробляють необхідні для споживачів продукцію та послуги, можуть зберегти своє становище і навіть відкрити новий сектор виробництва і продажу.

Галузевий аналіз включає вивчення ділового циклу в економіці та окремих галузях, зміни різних галузевих показників та індикаторів. Під час галузевого аналізу обов'язково треба класифікувати види діяльності залежно від особливостей їх функціонування і розвитку в конкретних економічних умовах. У такому випадку вважається за необхідне розрізняти галузі стабільні, циклічні та зростаючі.

Стабільні види економічної діяльності відрізняються порівняно меншою дохідністю порівняно з іншими. До цієї групи відносять, перш за все, ті види діяльності, що пов'язані з виробництвом предметів поточного споживання та життєво важливих послуг. Стабільні займаються виробництвом продукції й послуг, які менше залежать від циклічності в економіці та змін попиту.

Циклічні види економічної діяльності перебувають у значній залежності від згадуваних циклічних факторів та від того, на якій фазі перебуває рівень ділової активності. Ці компанії здійснюють свою діяльність у машинобудуванні, металургії, будівництві, виробництві товарів довгострокового користування тощо. Зростаючі компанії пов'язані



насамперед з виробництвом і розробкою перспективних виробів і технологій, вони відрізняються високими темпами розвитку порівняно з динамікою ВВП.

Ці компанії зазвичай не орієнтовані на виплату дивідендів, більшу частину прибутків вони вкладають у розвиток виробництва, однак їх акції часто відзначаються більш високими темпами зростання курсової вартості, що й приносить основний дохід інвесторам. У результаті інвестиції у зростаючі компанії пов'язані з підвищеним рівнем ризику і можливістю отримання високого приросту вкладеного капіталу.

В усьому світі інвестори та інвестиційні управляючі особливо уважно відслідковують появу компаній цих галузей, їх ретельно аналізують з метою вкладення коштів на початкових етапах розвитку. Особливо ефективно таку інвестиційну діяльність здійснюють венчурні фірми.

Галузевий аналіз включає в себе аналіз надходжень замовлень і обсягів виробництва відповідного виду економічної діяльності і пов'язане з цим зростання прибутків. У рамках галузевого аналізу робиться спроба проаналізувати вплив динаміки валютного курсу, ставки процента, рівня заробітної плати тощо на окремі галузі. Так, спад кон'юнктури на зовнішньому ринку відбивається, перш за все, на видах діяльності з традиційно високою часткою експорту сильніше, ніж на тих, що орієнтуються на внутрішній ринок.

Галузевий аналіз має виконуватися з урахуванням стратегічних цілей інвесторів - можливі строки інвестування, тактика і вірогідні інструменти інвестування, правові засади інвестиційної діяльності для різних суб'єктів ринку (наприклад, для резидентів та нерезидентів). Він виконується експертним шляхом, а його висновки мають довгостроковий характер.

### *3. Регіональний аналіз.*

Він також проводиться експертним шляхом. Для оцінки інвестиційної привабливості регіонів спеціалістами запропоновано такі основні інтегральні показники:

1. Рівень розвитку промислового виробництва (природноресурсний потенціал).

2. Рівень розвитку інвестиційної інфраструктури (будівництво, транспорт, зв'язок), наявність спеціальних економічних зон.

3. Демографічні фактори, характерні для різних регіонів (питома вага населення, рівень кваліфікації, рівень безробіття, середня вартість робочої сили).

4. Рівень екологічних, криміногенних та інших видів ризику.

#### ***4. Аналіз інвестиційної привабливості конкретних емітентів.***

Заключним етапом фундаментального аналізу є випрацювання конкретної інвестиційної стратегії і вибір напрямів інвестицій, вибір тих підприємств, в акції яких доцільно вносити інвестиції з урахуванням очікуваного ризику та дохідності. При цьому є різні підходи до методів такого аналізу. Перш за все, це аналіз конкретного підприємства, у тому числі стан і перспективи розвитку менеджменту на цьому підприємстві, організаційні й комерційні умови роботи, а також аналіз фінансового стану компанії.

Важливою частиною цього етапу є аналіз ринку конкретних цінних паперів та пошук тих компаній, ціни на акції яких будуть зростати або, іншими словами, які недооцінені.

Існує теорія, згідно з якою всі цінні папери мають певну внутрішню або справедливу вартість, до якої з перебігом часу має наблизитися їх поточна ринкова вартість. Першорядною метою фундаментального аналізу є визначення тих цінних паперів, чия поточна оцінка на ринку завищена або занижена порівняно з внутрішньою вартістю [3].

Недооціненими акціями вважаються ті, ринкова ціна яких значно нижча за їх внутрішню вартість, яка визначається різними методами розрахунку. При

цьому виробляються певні критерії оцінки корпорацій з урахуванням прогнозу майбутніх прибутків за таких економічних умов.

Найбільшу складність являють собою проблеми з невизначеністю частини інформації, наприклад дані про вірогідні (ті, що плануються) обсяги продажу. Тому іноді аналітики розглядають стратегічний потенціал компанії.

Одним із найважливіших аспектів оцінки компанії є аналіз ефективності управління фірмою, оскільки стратегія команди менеджерів компанії часто і у першу чергу визначають успіх або провал будь-якої компанії. Тут потрібно розглядати склад керівництва компанії, практику управління компанією, її облік, відкритість, склад власників великих пакетів акцій, наявність пакета акцій у власності держави [21].

Важливим елементом аналізу компанії в умовах України є позитивні та негативні фактори, пов'язані з господарським станом приватизованих підприємств (особливості акціонування, частка держави в акціонерному капіталі, зосередження акцій в окремих групах власників тощо).

Слід порівняти дохідність акцій даної компанії з дохідністю інших акцій на ринку, обов'язково проаналізувати фінансову звітність компанії в динаміці, тобто зміни основних показників, якщо можна - за останні три роки. Обов'язково розглядаються питання конкуренції на ринку продукції, що випускається, обсяги продажу, попиту і пропозиції на цю продукцію, перспективи її зміни з урахуванням очікуваних тенденцій зміни цін на ринку.

Основні фінансові показники компанії, які необхідно розглядати під час аналізу привабливості емітентів, можна розподілити на такі групи [26]:

а) показники платоспроможності (ліквідності). Вони дають уявлення про спроможність підприємства здійснювати поточні розрахунки та сплачувати короткострокові зобов'язання. До них відносять коефіцієнт абсолютної ліквідності, проміжний коефіцієнт покриття, загальний коефіцієнт покриття;

б) показники фінансової стійкості. Вони показують рівень залучення позичкового капіталу і спроможності підприємства обслуговувати цей борг. До них відносять коефіцієнт автономії, питому вагу позичкових коштів, питому вагу дебіторської заборгованості у вартості майна, питому вагу власних і довгострокових позичкових коштів;

в) показники ділової активності. Вони свідчать про те, наскільки ефективно використовують кошти підприємства. До них відносять коефіцієнти оборотності запасів, оборотність власних коштів, загальний коефіцієнт оборотності;

г) показники рентабельності. Вони дозволяють робити висновок про прибутковість підприємства. До них відносять коефіцієнти рентабельності майна, рентабельності власних коштів, рентабельності виробничих фондів, рентабельності довгострокових і короткострокових фінансових вкладень, рентабельності власних і довгострокових позичкових коштів, коефіцієнт продажу.

В основу аналізу фінансових показників підприємства сьогодні покладені фінансові звіти, баланси, при цьому треба враховувати, що відбувся перехід на нову систему (стандарт) бухгалтерської звітності. Важливим моментом є можливість підприємства робити інвестиції за рахунок власних коштів - нерозподіленого прибутку та відрахувань на амортизацію. Також необхідно враховувати вірогідність і можливість нової емісії цінних паперів з метою залучення коштів [20].

Крім того, треба враховувати і деякі інші важливі фактори. Серед них розміщення підприємства на цінних та зручних територіях (наприклад, в умовах Києва деякі підприємства цінуються насамперед завдяки їх вигідному розташуванню неподалік центру міста), наявність реальної перспективи реконструкції та розширення для випуску високоефективної та прибуткової продукції, регіональне розташування підприємства, зацікавленість великих і надійних іноземних та вітчизняних інвесторів. Для обліку багатьох

характерних показників можливе запровадження системи рейтингу з різних показників, які визначаються експертним шляхом (наприклад, рівень технології, екологічна безпека виробництва, проблеми зайнятості та наявності кваліфікованого персоналу, можливість експорту, наявність необхідної сировинної бази, близькість до ринків збуту тощо) [22].

Проведений ретельний аналіз кожного підприємства, його акцій, менеджменту та перспективності вироблюваної продукції дозволяє оцінити привабливість цих підприємств для інвесторів. Логіку фундаментального аналізу щодо інвестиційної привабливості ринку та підприємства можна представити за допомогою табл. 4.1. Проведений фундаментальний аналіз у сукупності з вивченням стану справ в економіці і галузі, зокрема, може дати інвестору значні результати, вказавши на доцільність купити або продати цінний папір. Однак для того щоб аналітик дійсно відчув плоди своєї праці, необхідно виконати дві умови. По-перше, він повинен отримати результати аналізу раніше інших інвесторів. По-друге, інші вкладники мають дійти аналогічних висновків.

Одним із підходів до прийняття рішень на ринку цінних паперів є технічний аналіз, який виник ще у XIX ст. У той період інвесторам практично були недоступні інформація про результати розвитку галузей промисловості, звіти про фінансовий стан емітента. Тому об'єктом вивчення, на основі якого можна було робити прогнози, був стан справ на самому ринку.

**Технічний аналіз** - це аналіз, який полягає у вивченні історії зміни цін на ринку, розрахунку різних показників та прогнозування на базі цих даних майбутнього напрямку руху цін на акції або інші активи, що аналізуються.

У його основу покладено теоретичне припущення про те, що всі зовнішні сили, які впливають на ринок, у підсумку проявляються у двох показниках - обсягах торгівлі та рівні цін фінансових активів. Тому аналітик, який займається технічним аналізом, не бере до уваги вплив зовнішніх сил на ринок, а вивчає динаміку його показників.

## Логіка фундаментального аналізу [24]

Предмет аналізу	Зміст і основні цілі
Інвестиційна привабливість ринку, підприємства (галузі)	Аналіз ринку (галузі) з метою оцінки зовнішніх чинників, які формують ринкову (галузеву) прибутковість, безпеку й ліквідність інвестицій. Оцінка місця підприємства на ринку (у галузі)
Господарська діяльність підприємства	Кількісний та якісний аналіз ресурсів, що використовуються підприємством, процесів трансформації ресурсів (технології та організації), кінцевих результатів діяльності підприємства як внутрішніх чинників, що впливають на прибутковість і ліквідність активів підприємства, безпеки інвестування в підприємство
Прогноз діяльності підприємства	Прогноз майбутньої кон'юнктури ринку, оцінка майбутнього місця підприємства на ринку (у галузі) з метою визначення майбутньої прибутковості, безпеки й ліквідності інвестицій у підприємство

Друга теоретична передумова полягає в тому, що колишній стан ринку періодично повторюється. У зв'язку з цим завдання інвестора полягає у тому, щоб на основі вивчення колишньої динаміки ринку визначити, якою вона буде у наступний момент. Кон'юнктура ринку залежить від взаємодії попиту та пропозиції, і технічний аналіз призначений визначити моменти їх невідповідності, щоб відповісти на запитання, коли слід купити або продати цінний папір.

Основні методи технічного аналізу відносять лише до того ліквідного і висококонкурентного фондового ринку, на якому ціни на акції встановлюються в результаті стихійної «координації» попиту та пропозиції.

Це ринок, на якому завжди можна продати чи купити відповідний актив. Також на цьому ринку має бути відсутнім суб'єкт, спроможний одноосібно впливати на зміни цін та впливати на конкуренцію [22].

У зв'язку з тим, що технічний аналіз ґрунтується на побудові різних спеціальних графіків зміни цін та низки розрахункових показників (осциляторів) у часі від котирування до котирування, його також називають графічним аналізом.

Умовно поділимо методи технічного аналізу на дві групи. Перша група прийомів технічного аналізу полягає у побудові графіків зміни цін і обсягів торгівлі на акції і виокремлення на цих графіках певних етапів руху цін - трендів, побудові ліній підтримки і опору, що дозволяє отримувати прогнози. Одночасно аналізуються деякі умовні фігури, які утворені цими трендами і які дозволяють робити передбачення про вірогідні напрями їх змін. Друга група цього аналізу полягає у розрахунку та побудові графіків низки спеціальних показників (наприклад тих, які називають осциляторами)[25].

Слід мати на увазі, що спеціалісти з технічного аналізу вже створили свою теорію, яка базується на певній філософії, на певних правилах та аксіомах, і заради справедливості варто визнати емпіричний характер усіх основних формул та методів. Вважається, що технічний аналіз не є строгою дисципліною. Кожний торговець і аналітик керується своїм досвідом, використовує найбільш зручні для нього прийоми та методи. Тому існує так багато прийомів технічного аналізу, увесь час з'являються нові методи й прийоми, нові удосконалені комп'ютерні програми. У результаті у технічному аналізі, як і в фундаментальному надто висока роль інтуїції, досвіду та таланту аналітика.

Одним із найбільш цікавих варіантів використання технічного аналізу є його застосування для дослідження тенденцій зміни фондового індексу. Результати такого аналізу показують тенденції розвитку ринку в цілому, але для такого аналізу потрібна достовірна інформація про ціни акцій, що

змінюються, та необхідний визнаний на ринку фондовий індекс, що адекватно віддзеркалює стан ринку.

Технічний аналіз може застосовуватися до будь-яких часових періодів, і можна отримати як короткотерміновий, так і довготерміновий прогнози. Методику технічного аналізу можна застосовувати до аналізу цін на будь-яких ринках, головне мати необхідні вихідні дані. Графічні картини фондового ринку відрізняються великою різноманітністю форм[16].

До основних видів графіків можна віднести:

- 1) гістограму (стовпчикову діаграму);
- 2) лінійний графік ціни закриття;
- 3) точкову діаграму;
- 4) «японський свічник».

Стандартні ситуації, які характеризують взаємозв'язок цін і обсягів торгів, наведено у табл. 4.2.

Таблиця 4.2

#### Види ринку залежно від цін і обсягів торгів[16]

<b>Ціна</b>	<b>Обсяг торгів</b>	<b>Ринок</b>
підвищується	зростає	«бичачий»
підвищується	знижується	«ведмежий»
знижується	зростає	«ведмежий»
знижується	знижується	«бичачий»

Багато інвесторів вважають, що зростання обсягу торгівлі разом із зростанням цін - це ситуація, яка свідчить про збереження існуючого зростаючого тренду. У випадку, коли ціна і обсяг торгівлі зростають повільно



і після цього відбувається стрімке падіння ціни, можна очікувати початок знижувального тренду.

Якщо існував зростаючий тренд і після цього спостерігається збільшення обсягу торгівлі у разі слабкого зростання цін, можна очікувати зміни тренду.

Якщо існував знижувальний тренд і після цього спостерігається збільшення обсягу торгівлі у разі незначної зміни цін, можна очікувати зміни тренду.

У цілому зростання обсягів торгівлі свідчить про появу інтересу інвесторів до ринку і про те, що у них виникла переоцінка поглядів відносно кон'юнктури ринку.

Наступна характеристика, яка враховується у технічному аналізі, - це визначення кількості *непокритого продажу акцій (короткого продажу)*. Коли інвестори вважають, що курсова вартість акцій буде падати, вони позичають папери і продають їх, маючи надію викупити пізніше за більш низькою ціною. Зростання кількості відкритих позицій короткого продажу свідчить про те, що поточна кон'юнктура має знижувальний тренд. Водночас можна очікувати, що у майбутньому тренд зміниться на зростаючий, оскільки продавці коротких акцій повинні будуть їх викупити, щоб повернути кредиторам. Можливо це стримає ціни від подальшого зниження або навіть викличе їх зростання. Конкретна картина залежить від обсягу відкритих коротких позицій порівняно з середнім щоденним обсягом торгівлі. Якщо він починає перевищувати середній обсяг щоденної торгівлі, можна очікувати підвищення цін. Аналітики вважають: сигналом до купівлі повинна слугувати ситуація, коли вартість коротких позицій перевищить середній обсяг щоденної торгівлі у 1,5 раза.

У рамках технічного аналізу існує теорія протилежної думки, коли інвестор повинен приймати рішення, протилежні загальному настрою на ринку, тобто продавати, коли інші купують, і купувати, коли інші намагаються продавати цінні папери. Одним з елементів теорії протилежної думки є

врахування дій дрібних інвесторів. Досвідчений аналітик повинен слідкувати за їх поведінкою на ринку і у ряді випадків приймати рішення, протилежні їх діям. Такий висновок випливає з того, що дрібний інвестор часто запізнюється з виходом на ринок. Він починає активно купувати акції, коли зростаючий тренд практично вичерпав себе, і збільшує продаж, коли знижувальний тренд близький до свого завершення.

Про поведінку дрібного інвестора дає уявлення статистика торгівлі неповними лотами. Зростання купівлі акції неповними лотами - це сигнал до продажу для досвідченого інвестора, а зростання продажу - сигнал до купівлі.

Розглядаючи статистику торгівлі неповними лотами, потрібно враховувати той факт, що здебільшого кількість покупок акцій неповними лотами буде перевищувати число їх продажу, оскільки дрібні інвестори через обмеженість коштів купують акції у декілька прийомів, щоб отримати у підсумку повний лот. Тому їх подальший продаж вже буде розглядатись як торгівля повними лотами.

Технічному аналізу присвячено багато наукових праць, у яких можна знайти опис всіх перерахованих моделей і теорій [2].

Потрібно зазначити, що технічний аналіз враховує аналіз та оцінку організаційно оформленого ринку цінних паперів через фондові індекси, що характеризують стан фондового ринку на підставі біржових цін і зазначають тенденцію курсів цінних паперів.

У технічному аналізі знайшла своє розповсюдження *теорія Доу*, яка впливає з ідеї: на ринку існують тренди руху ціни: довгострокові - від 1 до 5 років і короткострокові - від 1 до 3 місяців. Протягом існування довгострокового тренду будуть спостерігатися декілька короткострокових. *Теорія Доу* не говорить про те, коли відбудеться зміна цінового тренду на протилежний, але дає цьому факту підтвердження, коли він вже відбувся.

Теорія будується на динаміці індексів *Доу-Джонса* - промислових і транспортних компаній. Вважається, що на ринку відбувається зміна тренду на протилежний, коли зміна напряму руху індексу промислових компаній підтверджується аналогічною зміною руху індексу транспортних компаній.

Аналітик може зробити висновок про перспективи майбутньої кон'юнктури через динаміку цін найбільших (провідних) компаній. Вважають, що якщо на ринку зі зростаючим трендом ціна акції великої компанії не піднімається до нового більш високого значення впродовж наступних трьох-чотирьох місяців, то ринок досягнув своєї висоти.

Аналогічно, якщо на ринку зі знижувальним трендом ціна такої акції не опускається на новий більш низький рівень впродовж наступних трьох-чотирьох місяців, то ринок досяг свого низу.

Ще одним прийомом оцінки майбутньої кон'юнктури є *зіставлення кількості акцій*, що вирости і впали у ціні. Якщо кількість перших акцій більша, можна розраховувати на зростаючий тренд. З більшою або меншою очевидністю цей висновок потрібно робити на основі величини різниці кількості акцій, що вирости і впали у ціні. Чим вона більша, тим більш оптимістично налаштований ринок[22].

Ситуацію на ринку акцій можна передбачити і за допомогою ринку облігацій, розрахувавши так званий *«індекс довіри»*. Він визначається як відношення середньої дохідності корпоративних облігацій з високим рейтингом до середньої дохідності облігацій з низьким рейтингом. Величина індексу змінюється залежно від очікувань майбутньої кон'юнктури. Зростання значення індексу свідчить про те, що інвестори впевнені у більш сприятливій кон'юнктурі, і навпаки. Відповідно, ці настрої повинні знайти свій прояв і на ринку акцій. У теорії припускається, що спекулятивна активність зазвичай більш очевидно проявляється на ринку облігацій і після цього вже на ринку акцій.

Існує велика кількість спеціальних комп'ютерних програм, від простих до досить складних, які дозволяють проводити технічний аналіз і прогнозувати ситуації на різноманітних ринках і в тому числі на ринках цінних паперів та валютному. З найбільш відомих програм слід назвати пакети *Meta Stock*, *Omega Research* та інші. Основу аналітичних методик становлять інтегральні та диференціальні індикатори, що надають можливість виявляти різницю у поведінці специфічних характеристик ціни.

Програма *Meta Stock* є однією з найдоступніших і найкращих інформаційно-аналітичних систем і побудована на декількох спеціалізованих програмах з надзвичайно широкими можливостями. Під час використання поточної інформації, яку поставляє відоме інформаційне агентство *Reuter*, програма може автоматично поновлювати дані кожні 10 хвилин. У результаті користувач має можливість оперативно будувати фігури технічного аналізу і виконувати прогнози за допомогою різноманітних показників (осциляторів). За необхідності є можливість будувати відповідні фігури безпосередньо на екрані монітора. Зовнішній вигляд графіків можна за бажанням користувача змінювати - є можливість аналізувати гістограми, японські свічки, лінійні графіки та «хрестики-нулики». Цікаво, що остання версія цієї програми дозволяє не тільки використовувати усе розмаїття існуючих індикаторів ринку, але й створювати власні індикатори ринку з подальшою їх перевіркою за результатами торгів на ринку[28].

Один із додатків до програми *Meta Stock* дозволяє проводити аналіз ринку опціонів, базовим активом яких є акції або інші активи, що дозволяє проводити оперативний аналіз цього ринку і суттєво підвищує результативність операцій. Більше того, цей додаток виконує необхідні розрахунки для визначення ціни опціонів за моделлю *Блека-Шоулза*, можливі межі коливання ціни та інші показники, що суттєво підвищує можливості кожного учасника опціонної торгівлі.

Програмний пакет *Meta Stock* у разі легальної поставки доповнюється *CD-ROM*, який містить дані щоденного котирування за останні п'ять років 30 тис. цінних паперів (у тому числі акції, деривативи та фондові індекси). У результаті у разі самостійного конструювання індикаторів можна базуватися на наведених історичних даних.

Під час користування цим програмним продуктом аналізу через Інтернет користувач одночасно може отримати досить великий обсяг фундаментальних даних - фінансові результати діяльності компаній, дані про зміни вартості акцій за останні п'ять років, інформацію про дохід на одну акцію, економіко-статистичні показники акцій тощо.

І фундаментальний, і технічний аналізи мають багато прихильників і противників. Обидва ці підходи мають тривалу практику на Заході і являють собою два традиційних методи інвестиційного аналізу.

### **Контрольні запитання:**

1. Що являє собою портфель фінансових активів?
2. За якими ознаками можна типізувати портфелі фінансових інвестицій?
3. Який портфель можуть сформувати страхова компанія із страхування життя і пенсійний фонд?
4. Чим відрізняється активний портфель від пасивного?
5. За якими основними принципами будуються інвестиційні портфелі?
6. Чим відрізняється традиційний підхід до формування портфеля від сучасної портфельної теорії?
7. Які цілі переслідує інвестор під час формування портфеля?
8. Чому традиційний підхід передбачає вкладення коштів у добре відомі компанії?

9. Що стало причиною виникнення сучасної портфельної теорії?
10. Назвіть основні відмінності традиційного підходу до управління фінансовими активами і сучасної портфельної теорії.
11. Чим відрізняється фундаментальний аналіз від технічного? Які їх основні підвалини?
12. Які графічні картини використовують у технічному аналізі?
13. Які ознаки має ефективний і досконалий ринки? Чи існують вони на сучасних ринках капіталів?
14. Яка величина слугує для оцінки ризику портфеля?
15. У якому випадку стандартне відхилення портфеля дорівнює середньозваженому стандартному відхиленню дохідності активів, які входять до його складу?
16. Чи згодні ви з твердженням, що очікувана дохідність портфеля і варіація дохідності - це середньозважені очікуваних дохідностей і варіації дохідностей окремих активів?
17. У яких межах може змінюватися коефіцієнт кореляції?
18. Що означає усереднення ризику портфеля у випадку об'єднання у нього активів з кореляцією дохідності +1?
19. Що таке крива байдужості? Чим відрізняється крива байдужості інвестора, схильного до ризику, від кривої байдужості інвестора, нейтрального до ризику?
20. Що являє собою ефективна множина портфельів Г. Марковіца?

## Тести

**1. Якщо портфель складається з певної кількості фінансових інструментів одного виду, він є:**

- а) недиверсифікованим;
- б) диверсифікованим;
- в) широкодиверсифікованим;
- г) правильної відповіді немає.

**2. Фундаментальний аналіз - це:**

- а) аналіз чинників, які впливають на вартість фінансового інструменту;
- б) метод зміни цін акцій на підставі економічних, політичних та інших суттєвих факторів і показників, які найвірогідніше вплинуть на попит і пропозицію цих фінансових інструментів;
- в) етап вивчення попиту і пропозиції;
- г) правильної відповіді немає.

**3. Засновником фундаментального аналізу є:**

- а) Генріх Гонре;
- б) Бенджамін Грехем;
- в) Джозеф Стігліц;
- г) правильної відповіді немає.

**4. Аналіз виду економічної діяльності:**

- а) дозволяє класифікувати види діяльності за діловою активністю, стадіями розвитку і привабливістю для інвестицій;
- б) відображує стан у більшості сфер господарювання;

в) встановлює зв'язок між різними ринками, наприклад між валютним ринком і ринком цінних паперів, відслідковується їхній вплив один на одного;

г) правильної відповіді немає.

**5. Визначення конкретної інвестиційної стратегії і вибір напрямів інвестицій, вибір тих підприємств, в акції яких доцільно вносити інвестиції з урахуванням очікуваного ризику та дохідності, є:**

а) регіональним аналізом;

б) фундаментальним аналізом;

в) технічним аналізом;

г) аналізом інвестиційної привабливості конкретних емітентів.

**6. Технічний аналіз - це:**

а) аналіз, що полягає у вивченні історії зміни цін на ринку, розрахунку різних показників та прогнозування на базі цих даних майбутнього напрямку руху цін на акції або інші активи, що аналізуються;

б) процес вивченням стану справ в економіці і галузі зокрема може дати інвестору значні результати, вказавши на доцільність купити або продати цінний папір;

в) оцінка місця підприємства на ринку;

г) правильної відповіді немає.

**7. Ціна підвищується, обсяг торгів збільшується - це характеристика:**

а) бичачого ринку;

б) ведмежого ринку;

в) слонячого ринку;

г) правильної відповіді немає.



**8. Ефективна множина портфельів – це:**

- а) спосіб об'єднати у портфель деяку кількість активів, кореляція дохідності яких перебуває у діапазоні від -1 до +1;
- б) це сукупність, яка складається з домінуючих портфельів;
- в) це множина найризиковіших портфельів;
- г) правильної відповіді немає.

**9. Стан ринку, що характеризується браком угод, має назву:**

- а) неперспективний ринок;
- б) ринок розривів;
- в) горизонтальний ринок;
- г) правильної відповіді немає.

**10. Ціна знижується, обсяг торгів збільшується - це характеристика:**

- а) бичачого ринку;
- б) ведмежого ринку;
- в) слонячого ринку;
- г) правильної відповіді немає.

**Завдання:**

1. Портфель складається з трьох акцій. Питома вага першої акції - 25 %, другої - 35 %, третьої - 40 %. їх очікувані дохідності дорівнюють 20 %, 30 %, 35 % відповідно. Визначити очікувану дохідність портфеля.

2. Очікувана дохідність портфеля дорівнює 30 %, стандартне відхилення - 10 %. Яку дохідність і з якою імовірністю може одержати інвестор через рік?

3. Дохідність активу у кожному році за п'ятирічний період становила: 1-й рік - 20 %, 2-й рік - 25 %, 3-й рік - 18 %, 4-й рік - 21 %, 5-й рік - 19 %. Визначити дисперсію і стандартне відхилення активу.

4. У таблиці наведені дані про дохідність паперів *A* і *B* за чотири роки. Визначити коваріацію дохідності цих паперів.

Рік	Дохідність <i>A</i>	Дохідність <i>B</i>
1	0,1	0,12
2	0,16	0,18
3	0,14	0,14
4	0,17	0,15

5. Портфель, що складається з трьох активів, має такі характеристики.

Актив	Очікувана дохідність	Стандартне відхилення	Ваговий коефіцієнт
<i>A</i>	15	22	0,50
<i>B</i>	10	8	0,40
<i>C</i>	6	3	0,10

Якою є очікувана дохідність цього портфеля?

6. Інвестор отримує можливість поповнення свого портфеля ще одним активом. Щоб забезпечити собі максимум переваг у результаті диверсифікації, йому необхідно сполучати, якщо це можливо, такий актив, який характеризується одним із перерахованих нижче коефіцієнтів кореляції, з іншими інвестиціями, що входять до складу портфеля:

а) -1,0; б) -0,5; в) 0,0; г) +0,1.

7. Визначити ризик портфеля, який складається з паперів *A* і *B*, якщо

$$w_A = 0,3; w_B = 0,7; w_C = 0,0007188; ; var_A = 0,0004688; cov_{A,B} = 0,0004562.$$

8. Портфель складається з двох акцій *A* і *B* з кореляцією дохідності - 1. Стандартне відхилення дохідності акції *A* дорівнює 20 %, акції *B* — 15 %. Визначити питому вагу кожної акції в портфелі, щоб його ризик дорівнював нулю.

9. Портфель складається з двох акцій - *A* і *B*. Питома вага акції *A* дорівнює 30 %, очікувана дохідність - 30 %, стандартне відхилення дохідності

- 25 %. Питома вага акції *B* дорівнює 70 %, очікувана дохідність - 20 %, стандартне відхилення дохідності - 15 %. Коефіцієнт кореляції дохідності акцій дорівнює 40 %. Визначити очікувану дохідність і ризик портфеля.

10. Дохідність портфеля *A* - 20 %, стандартне відхилення - 25 %; портфеля *B* відповідно - 20 % і 17 %; портфеля *C* - 25 % і 15 %; портфеля *D* - 30 % і 20 %. Визначити, які портфелі є домінуючими відносно один одного.

11. Дохідність ризикового активу дорівнює 30 %, активу без ризику - 15 %. Інвестор має намір сформувати кредитний портфель з дохідністю 18 %. Визначити, у яких пропорціях йому потрібно придбати ризиковий і безризиковий актив.

12. Дохідність ризикового активу – 30 %. Інвестор може позичити кошти під 15 % річних. Визначити, у якій пропорції від вартості портфеля інвестору потрібно позичити кошти, щоб сформувати позичковий портфель з очікуваною дохідністю 36 %?

### Рекомендовані література:

1. Бакаев Л. О. Кількісні методи в управлінні інвестиціями: навч посіб. / Л. О. Бакаев. - К. : КНЕУ, 2000. - 151 с.
2. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / Бернстайн П. ; пер. с англ. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. - 247 с.
3. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : учеб. пособ. / А. Н. Буренин. - М. : 1 Федеративная Книготорговая компания, 1998. - 352 с.
4. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: [монографія] / Юлія Михайлівна Коваленко; Національний університет ДПС України. - Ірпінь, 2013. - 608 с.
5. Коваленко Ю. М. Інструментарій дослідження трансформацій у фінансовій діяльності. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. - № 4 (154). - С . 51-58.

6. Коваленко Ю. М. Інформаційна асиметрія та моральний ризик у фінансовій діяльності: проблеми та способи подолання / Ю. М. Коваленко // ScienceRise: Scientific Journal. - Kharkiv : SPC PC «Technology Center», 2015. - Vol. 3/3 (8). - P. 20 - 25.
7. Коваленко Ю. М. Портфельні теорії кризь призму сучасних кризових явищ. *Актуальні проблеми економіки*. 2010. № 8 (110). С . 5-9.
8. Коваленко Ю. М. Розміщення активів і оптимізація портфеля інституційного інвестора в Україні. *Вісник Київського інституту бізнесу та технологій*. 2011. - Вип. 3 ( 1 6 ).-С. 97-104.
9. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. - Ірпінь: НУДПСУ, 2010.-350 с.
10. Колб Р. В. Финансовые институты и рынки : учеб. / Р. В. Колб, Р. Дж. Родригес; [пер. 2-го амер. изд.]. - М. : Дело и сервис, 2003. - 688 с.
11. Портфельне інвестування: навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. - К. : КНЕУ, 2004. - 408 с. 12. Пересада А. А. Фінансові інвестиції: підруч. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. - К. : КНЕУ, 2006. - 728 с.
13. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.06 № 3480-IV [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
14. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2016. - 452 с.
15. Фінанси інституційних секторів економіки України / за ред. Т. І. Єфименко, М. М. Єрмошенка. - К. : ДННУ «Акад. фін. управління», 2014.-584 с.
16. Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: монографія / за заг. ред. С. В. Онишко, В. П. Унинець-Ходаківської. - Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2013. - 606 с.
17. Greenspan A. The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting / Greenspan A. New York : Penguin Press, 2013. 400 p.

18. Marcowitz H. M. Portfolio Selection // Journal of Finance. - 1952.-V o l. 7. - № 1. - P. 77-91.
19. Marcowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. - New York: John Wiley, 1959.
20. Miller M. H., Fama E. F. The theory of finance. - N.Y., ofc. Holt Rineharta Winston, 1972. - 346 p.
21. Raj an R. G. Banks and Markets: the Changing Character of European Finance [Электронный ресурс] / R. G. Raj an, L. Zingales // National Bureau of Economic Research Working Papers - 2003. - № 9595. - Режим доступа: <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/zingalescomp.pdf>.
22. Raj an R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20th Century [Электронный ресурс] / R. Raj an, L. Zingales // Journal of Financial Economics. - 2003. - Vol. 69. - Режим доступа: <http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/reversal.pdf>.
23. Rajan U. The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults / U. Rajan,, A. Seru, V. Yig // Chicago GSB Research Paper. - 2008. - № 8. - p. 45-62.
24. Taleb N. N. Antifragile: Things That Gain from Disorder / Taleb N. N. - New York: Random House, 2012. - 713 p.

## Список використаних джерел:

1. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підруч. / Габбард Р. Глен ; пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесневич. - К. : КНЕУ, 2004. - 889 с.
2. Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010): Наказ Держспоживстандарту України : від 11.10.10 № 457 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/7code=vb457609-10>.
3. Класифікація інституційних секторів економіки України : Наказ Держкомстату України : від 18.04.05 № 96 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.kapitalizator.com/natsionalni-derzhavni-statystychni-klasifikatsiyi-klasifikatory>.
4. Коваленко Ю. М. Відповідність законодавства України у сфері фінансового сектора світовим правовим нормам. *Економічний вісник університету : зб. наук, праць. - Переяслав Хмельницький : ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Єригорія Сковороди», 2010. - Спец, випуск.- Т. 1.-С. 111-117.*
5. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки : *монографія*. Ірпінь: НУДПСУ, 2013. 608 с.
6. Коваленко Ю. М. Проблеми у формуванні підсекторів сектора фінансових корпорацій економіки України. *Економіка: проблеми теорії і практики : зб. наук, праць : в 7 т. - Т. I. - Дніпропетровськ : ДНУ, 2010. - Вип. 261. - С. 22-30.*
7. Коваленко Ю. М. Специфіка управління активами інституційних інвесторів. *Сучасні питання економіки і права : зб. наук, праць. - К. : КіМУ, 2016. Вип. 1-2 (10). С. 89-95.*
8. Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку. *Фінанси України. 2010. № 9 (178). С. 91-99.*

9. Коваленко Ю. М. Управління фінансовими інвестиціями : навч. посіб. / Ю. М. Коваленко. Ірпінь : НУДПСУ, 2010.-350 с.
10. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб'єкти. Фінанси України.-2013.-№1(206). С. 101-112.
11. Коваленко Ю. Структура сектору фінансових корпорацій: міжнародні стандарти і проблеми вибору для України. Економіст. 2011 № 7 (297). С. 43-47.
12. Колб Р. В., Дж. Родригес. Финансовые институты и рынки: учеб.; пер. 2-го амер. изд. М. : Дело и Сервис, 2003. -688 с.
13. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. пер. з англ. С. Еіанчишин, Е. Стеблій, А. Стасишин. К. : Основи, 1998. 963 с.
14. Пересада А. А., Ю. М. Коваленко, А. А. Пересада. Фінансові інвестиції: підруч. К. : КНЕУ, 2006. 728 с.
15. Про затвердження положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів : Рішення ЕПЦПФР : від 06.08.2013 № 1414 [Електронний ресурс]. Режим доступу: [http://uaapf.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=105%3A2009-11-10-10-23-59&catid=7&Itemid=115](http://uaapf.com/index.php?option=com_content&view=article&id=105%3A2009-11-10-10-23-59&catid=7&Itemid=115)
16. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України: від 12.07.01 № 2664 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>.
17. Про затвердження критеріїв, за якими оцінюється ступінь ризику від провадження господарської діяльності у сфері ринків фінансових послуг та визначається періодичність проведення планових заходів державного нагляду (контролю) Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг : Постанова Кабінету Міністрів України : від

21.11.2018 № 976 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/976-2018-%D0%BF>.

18. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 12 «Фінансові інвестиції» : Наказ Міністерства фінансів України: від 26.04.2000 № 91 [Електронний ресурс].- Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0284-00>

19. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» : Наказ Міністерства фінансів України: від 30.11.01 № 559 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://zakon.help/article/polozhennya-standartbuhgalterskogo-obliku-13>.

20. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України : від 12.07.01 № 2664 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>

21. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України : від 23.02.06 № 3480-1V [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>

22. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. д.е.н., проф. С. В. Онишко. - Ірпінь : Вид-во НУДПСУ, 2016. - 452 с. (Серія «Податкова та митна справа в Україні», т. 45).

23. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци; пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2000. - XXVIII. - 932 с.

24. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учеб. пос. / под ред. Е. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. - СПб. : Питер, 2014. - 384 с.

25. Фінансовий ринок : підруч. : у 2-х т. / Коваленко Ю. М., Ковернінська Ю. В., Онишко С. В., Кужелєв М. О. та ін.; кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М.



Коваленко. - Ірпінь : УДФСУ, 2018. - Т. 1. / кер. авт. кол. і наук. ред. Ю. М. Коваленко. - 2018. - 442 с.

26. Шарп У. Инвестиции : учебник / У. Шарп, Е. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2012. - 1028 с.

27. Groce R. D. Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies / R. D Groce, F. Stewart, J. Yermo // OECD Journal: Financial Market Trends. - 2011. - № 1 [Электронный ресурс]. - Режим доступа : [https://www.oecdilibrary.org/finance-and-investment/promoting-longer-term-investment-by-institutional-investors\\_fmt-2011-5kg55b0z1k1b](https://www.oecdilibrary.org/finance-and-investment/promoting-longer-term-investment-by-institutional-investors_fmt-2011-5kg55b0z1k1b)

28. On markets in financial instruments and amending: Directive of the European Parliament and of the Council: of 15.05.2014 №2014/65/EU (Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU). [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.eufsp.com/laws.html>

29. Greenspan A. The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting / Greenspan A. New York : Penguin Press, 2013. 400 p.

30. Marcowitz H. M. Portfolio Selection // Journal of Finance. - 1952.-V o l. 7. - № 1. - P. 77-91.

31. Marcowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. - New York: John Wiley, 1959.

32. Miller M. H., Fama E. F. The theory of finance. - N.Y., ofc. Holt Rineharta Winston, 1972. - 346 p.

33. Raj an R. G. Banks and Markets: the Changing Character of European Finance [Электронный ресурс] / R. G. Raj an, L. Zingales // National Bureau of Economic Research Working Papers - 2003. - № 9595. - Режим доступа: <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/zingalescomp.pdf>.

34. Raj an R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20th Century [Электронный ресурс] / R. Raj an, L. Zingales // Journal of Financial Economics. - 2003. - Vol. 69. - Режим доступа: <http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/reversal.pdf>.

35. Rajan U. The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults / U. Rajan,, A. Seru, V. Yig // Chicago GSB Research Paper. - 2008. - № 8. - p. 45-62.
36. Taleb N. N. Antifragile: Things That Gain from Disorder / Taleb N. N. - New York: Random House, 2012. - 713 p.