

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Донецький національний університет економіки і торгівлі
імені Михайла Туган-Барановського

Кафедра фінансів та банківської справи

Ю.Ф. Гудзь
М.О. Юнацький

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ З ДИСЦИПЛІНИ
ФІНАНСОВЕ ПОСЕРЕДНИЦТВО

Ступінь: Бакалавр

Кривий Ріг
2020

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Донецький національний університет економіки і торгівлі
імені Михайла Туган-Барановського

Кафедра фінансів і банківської справи

Ю.Ф. Гудзь
М.О. Юнацький

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ З ДИСЦИПЛІНИ

ФІНАНСОВЕ ПОСЕРЕДНИЦТВО

Ступінь: Бакалавр

Затверджено на засіданні
кафедри фінансів і банківської справи
Протокол №21
від “22” червня 2020 р.
Схвалено навчально-методичною радою
ДонНУЕТ
Протокол № 9
від “23” червня 2020 р.

Кривий Ріг
2020

УДК 378.147.091.31-099.1:336.1

Г 93

Ю 49

Гудзь Ю.Ф., Юнацький М.О.

Г 93, Ю 49 Конспект лекцій з дисципліни «Фінансове посередництво» [Текст] / М-во освіти і науки України, Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського, каф. фінансів і банківської справи; Кривий Ріг: [ДонНУЕТ], 2020. 77с.

Конспект лекцій призначений для надання допомоги студентам з вивчення дисципліни «Фінансове посередництво». Конспект лекцій складається з 7 тем, містять перелік основних термінів і понять, питання для самоперевірки, рекомендовану літературу.

УДК 378.147.091.31-099.1:336.1

© Гудзь Ю.Ф., 2020

© Юнацький М.О., 2020

©Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган – Барановського, 2020

ЗМІСТ

	стор.
ВСТУП	5
ТЕМА 1. Роль фінансового посередництва в розвитку економіки	6
ТЕМА 2. Місце фінансових посередників на ринку фінансових інвестицій	12
ТЕМА 3. Інституційно-правові основи діяльності фінансових посередників	34
ТЕМА 4. Організація інвестиційного менеджменту та вибір інвестиційної політики	42
ТЕМА 5. Аналіз цінних паперів як етап інвестиційного процесу	51
ТЕМА 6. Формування інвестиційного портфеля та його перегляд	63
ТЕМА 7. Оцінка ефективності управління інвестиційним портфелем і результати діяльності фінансових посередників	68
РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА	73

ВСТУП

У ході еволюції ринкової системи структура фінансового ринку значно ускладнилася, трансформувалися фінансові інструменти та інститути. Однак сутність процесу, який реалізується на фінансовому ринку, залишається незмінним – створення найбільш сприятливих умов для економічного зростання реального сектору економіки через процес інвестування і пов'язаного з ним руху фінансового капіталу. Важливе місце в акумуляції грошових коштів належить саме фінансовим посередникам.

Представлений багатофункціональною сукупністю фінансових посередників фінансовий сектор є потужною єднальною ланкою між фінансовим ринком і реальним сектором економіки. В умовах ринкової перебудови національної економіки фінансові посередники мобілізують і трансформують вільні заощадження в інвестиційні ресурси для розширеного відтворення економіки, активно спрямовують діяльність на отримання прибутку та задоволення потреб суб'єктів у фінансових послугах і тим самим забезпечують економічне зростання.

Предметом дисципліни «Фінансове посередництво» є економічні відносини, що виникають між суб'єктами фінансового ринку в процесі створення та надання фінансовими посередниками фінансових послуг, а також у процесі отримання таких послуг юридичними та фізичними особами.

Метою вивчення дисципліни є надання студентам базових знань щодо суттєвих аспектів діяльності у сфері фінансового посередництва та фінансового інвестування, які дозволяють отримати високий рівень кваліфікації та практичних навичок для забезпечення майбутнім випускникам конкурентних переваг на ринку праці.

Завданнями дисципліни є засвоєння студентами знань щодо:

- значення фінансового посередництва для економіки в цілому; функцій фінансового посередництва як окремої сфери економічної діяльності; завдань, які виконують фінансові посередники в процесі своєї діяльності;
- складу та структури середовища, у рамках якого здійснюють свою діяльність фінансові посередники, а також місця і ролі фінансових посередників на ринку фінансового інвестування;
- інституційно-правових засад функціонування фінансових посередників, у першу чергу таких груп фінансових посередників, як договірні ощадні інститути та інвестиційні посередники;
- особливостей формування ресурсної бази та напрямів інвестування залучених ресурсів фінансовими посередниками;
- теоретичних основ фінансового посередництва та портфельного інвестування у фінансовій сфері;
- змісту інвестиційного процесу та його основних етапів (зокрема таких етапів, як розробка інвестиційної політики, аналіз ринку цінних

паперів, формування та перегляд інвестиційного портфеля, аналіз його ефективності);

- визначення фінансових результатів діяльності фінансових посередників і особливостей їх оподаткування.

Вивчення дисципліни «Фінансове посередництво» передбачає засвоєння матеріалу студентами за такими дисциплінами, як «Банківська справа», «Банківські операції», «Фінансовий ринок», «Страховання» та «Інвестування». Крім того, для успішного засвоєння дисципліни студенти повинні мати належний рівень знань та умінь із таких дисциплін, як «Макроекономіка», «Мікроекономіка», «Гроші та кредит», «Економічна теорія», «Фінанси».

Конспект лекцій містить матеріал, який докладно, у логічній послідовності розкриває зміст основних тем курсу. Основою для їх висвітлення стала наявна базова література (підручники, посібники).

ТЕМА 1. РОЛЬ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА В РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

План вивчення теми:

- 1.1. Теорія добробуту та ефективного розміщення ресурсів А. Пігу
- 1.2. Концепція інноваційного фінансування Й. Шумпетера
- 1.3. Теорія фінансового поглиблення Р. Голдсмита
- 1.4. Концепція фінансових інновацій.

Рекомендована література: [12, с.9-14], [13, с. 11-22], [17, с.10-52], [25, с. 13-18], [26, с. 6-10], [35], [40], [41, с.9-23]

Основні терміни і поняття: біржовий ринок, валютний ринок, валютні біржі, центральні банки., комерційні банки, СБІФТ (SWIFT – Society for World-Wide Interbank Financial Telecommunication).

1.1. Теорія добробуту та ефективного розміщення ресурсів А. Пігу

Основна риса постіндустріальної економіки - це висунення на перше місце людини, зростання добробуту і т. д. Векономічній літературі добробут розглядається як міра, ступінь забезпеченості людей життєвими благами, засобами існування. добробут характеризує рівень життя людей [7]. Існує функціональна залежність між приватним і громадським добробутом, а саме: чим вище рівень добробуту одного господарюючого суб'єкта та ніж більше таких суб'єктів, тим багатшим і успішнішим є суспільство. У сучасній економічній теорії під поняттям «добробут» розуміється не тільки придбання матеріальних, а й нематеріальних благ і послуг.

Артур Сесіл Пігу (1877-1959) є одним з основоположників економічної теорії добробуту (поряд з Вільфредо Парето (1848-1923)). Парето говорить про те, що зростання загального добробуту може бути досягнутий тільки в тому випадку, якщо будь-який зміна, що викликає поліпшення положення одного господарюючого суб'єкта, що непогіршить становище іншого. Згідно з поглядом А. Пігу, який він виклав у своїй головній праці «Економічна теорія добробуту» (1920), добробут народу залежить від двох чинників:

- 1) від рівня «національного дивіденду» (національного доходу);
- 2) від якості і справедливості розподілення «національного дивіденду».

Причому національний дивіденд, по Пігу, матеріальний дохід суспільства, який може бути виражений в грошах. Головний фактор досягнення максимальної величини національного дивіденду він бачить в рівності «граничних загальних чистих продуктів різних галузях при будь-якому можливому використанні ресурсів» [9].

В основі добробуту лежить поняття «Благо». Благо - це все те, що задовольняє людські потреби. Для розуміння благ велике значення має їх класифікація. Існує безліч критеріїв, на основі яких виділяють різні групи (види) благ.

«Так, найбільш поширеним є поділ благ на вільні та економічні. Вільні (необмежені) блага дістаються кожній людині в кількості, достатній для задоволення його потреб. Всі види обмежених благ називаються економічними» [1].

Економічні блага є об'єктом власності по їх приводу виникають відносини власності. Найчастіше вони представлені в формі товару або послуги. При їх виробництві зазвичай виникають економічні витрати. Економічні блага за кількістю споживачів діляться на індивідуальні і громадські. Індивідуальні блага споживаються споживачем, який платить за них в залежності від того, яку користь вони йому приносять, відповідно, інші члени суспільства автоматично позбавляються можливості спожити їх. А суспільне благо - це благо, спожите колективно.

Концепція суспільних благ була запропонована ще до А. Пігу шведським економістом Еріком Ліндалем (1891-1960) в праці «Справедливе оподаткування - позитивна теорія» (1919). У цій праці Ліндаль, розвиваючи ідеї свого вчителя Кнута Вікселя (1851-1926), вказує на цілий ряд властивостей суспільних благ, що недопускають ринку повною мірою оцінювати вигоди і витрати виробництва суспільних благ. В основі теорії А. Пігу була використана ця концепція.

Властивості суспільних благ по Ліндалю:

1) неподільність полягає в тому, що суспільні блага надаються всім учасникам ринку одночасно, їх споживання не може носити індивідуальний характер;

2) невичерпність споживання - використання громадського блага одним учасником ринку не зменшує кількість цього блага на ринку і, отже, не зменшує можливостей інших учасників їм скористатися;

3) невиключеність: обмежити доступ споживачів до такого блага практично неможливо.

Проблема, пов'язана з вище названими властивостями, полягає в наступному: частина індивідів буде приховувати свою зацікавленість у виробництві цих благ, щоб не оплачувати їх виробництво.

Єдиним вирішенням проблеми виробництва суспільних благ, згідно перед-ставники шведської школи, є втручання держави, яке за допомогою введення відповідних податків і їх перерозподілу забезпечило б фінансування цього виробництва.

А. Пігу пропонує іншу інтерпретацію суспільних благ. В основі його теорії суспільних благ лежить поняття екстерналій («Зовнішніх ефектів»), що надають вплив на добробут інших суб'єктів ринку. На основі екстерналій Пігу розділив приватні і громадські блага.

Чисте суспільне благо—це благо, яке не може бути надано будь-кому окремо і спожите тільки спільно. Чисте приватне благо - це благо, доступне в споживанні і приносить користь тільки його власнику [10].

Громадські вигоди формують «позитивні зовнішні ефекти», а суспільні витрати А. Пігу називає «негативними зовнішніми ефектами».

На основі теорії екстерналій А. Пігу зробив ряд висновків:

1) запропонував свій критерій оцінки оптимального розподілу ресурсів. Оптимум для кожного блага встановлюється тоді, коли граничні суспільні вигоди (MSB) від виробництва даного блага дорівнюють граничним суспільним витратам (MSC), іншими словами, $MSB = MSC$;

2) в якості способу вирішення проблеми негативних зовнішніх ефектів бачив оподаткування або на саме благо, що генерує негативні зовнішні ефекти, або на економічну діяльність по виробництву даного блага;

3) в якості способу збільшення кількості виробництва і споживання благ з позитивним зовнішнім ефектом бачив державне субсидування виробників, щоб той збільшував пропозицію цього блага, а також надання державою субсидій споживачеві на покупку цього блага.

Економіка, що має назву традиційної, проводить аналізування зв'язку різних явищ, проте це все відбувається без поглиблення. Те, як заощадження перетворювалось в інвестування, рівносильність їх обсягів у довгому періоді, були основами економіки.

Тобто традиційна економіка не приділяла увагу таким моментам як, механізм, що представляє собою безкінечний рух грошових коштів від тих, хто заощаджує до підприємців, які їм потрібні. Передбачалося, що капітал має рухливість тільки під дією пропонування та попиту. А. Пігу пояснив у своїй праці “теорії добробуту”, що велику увагу потрібно приділяти способу перетворенню заощаджень в інвестиції.

Англієць А. Пігу також пояснив призначення фінансового посередництва в розвитку економіки і це все відбувається на основі його роботи “Економічна теорія добробуту”, що була опублікована у 1920 році. Він обґрунтовував це тим, що при найбільш вигідному і правильному розміщенню капіталу та праці впливає на покращення добробуту в економіці. В той же час, мобілізація капіталу за рахунок двох факторів: ноша чекання та нога невизначеності.

Проте головною причиною низького руху капіталу є ризик при інвестиційній діяльності. Це також пливає негативно на економіку.

1.2. Концепція інноваційного фінансування Й. Шумпетера

Й. Шумпетер у своїй праці “Теорія економічного розвитку” вклав за основу, що на покращення економіки впливають структурні зміни в ній. Також провів аналіз, щодо проблеми відокремлення ресурсів із галузей, що є традиційними для того, щоб оптимально використовувати і інших видах

діяльності. Пояснюючи роль посередництва у фінансах він робить основою покращення якості інвестування. Навідміну від минулої теорії А. Пігу в даній, головним суб'єктом, який допомагає економіці розвиватися є підприємець з розумінням, щодо оптимальної сполучення факторів економіки. І для саме цього потрібне посередництво у фінансах, щоб для цих комбінацій були ресурси. Такий метод до детермінації значення посередництва у сфері фінансів представляє собою концепцію інноваційного фінансування.

Однією із загальносвітових тенденцій стає загострення конкуренції національних інноваційних систем за необхідні ресурси. Економічний розвиток володіє деякою подвійністю: з одного боку, даний розвиток породжується посиленням науково-технічного прогресу; з іншого боку, і результат його призводить фактично до підвищення рівня технологічного розвитку. Саме тому теорія інновацій актуальна і в наші дні.

У сучасній літературі широко поширений еволюційний підхід до аналізу формування і становлення теорії інновацій як окремої наукової школи. Можна виділити кілька історичних етапів на еволюцію поглядів на тему інновацій. Ю. В. Яковець виділяє три основні етапи в розвитку теорії інновацій. Основна характеристика кожного з етапів представлена в таблиці 1.1

Таблиця 1.1 - Еволюційні етапи розвитку теорії інновацій

Етапи	Періоди	Основні положення	Представники
1	2	3	4
Фундаментальний етап	10–40 рр. ХХ ст	Формування основних концепцій в рамках теорії довгих хвиль і циклічних криз; формулювання основних положень теорії інновацій	Н. Кондратьєв, М. Туган-Барановський, Й. Шумпетер
Етап деталізації	40–70 рр. ХХ ст	Розвиток сформованих раніше інноваційних ідей в рамках прикладних досліджень	Дж. Бернал, С. Кузнець, Р. Солоу, Б. Твісс
Теоретичний прорив	Середина 70-х рр. – кінець ХХ ст	Розробка нових підходів до класифікації інновацій, формування концепцій національних і регіональних інноваційних систем	Я. Ван Дейн, С. Глазьев, О. Голиченко, А. Динкин, Б. Кузик, Б. Лундвалл, Г. Менш, С. Меткалф, Р. Нельсон, К. Фримен, Ю. Яковець
Сучасний етап	Початок ХХІ ст – сьогодні	Питання інноваційної політики і формування інноваційних екосистем	Р. Айрес, К. Ватанабе, Ч. Весснер, Г. Іцковиц, Л. Лейдесдорф, Г. Хоровитт, К. Факуда

Джерело: складено авторами на основі [7, с. 18].

Однак, даний підхід до розгляду теорії інновацій є занадто узагальненими, оскільки в рамках кожного з етапів відбувалося формування часом діаметрально протилежних за своїм змістом теорій. Більш доцільним представляється аналіз теорії інновацій з позиції підходів вчених і авторів до визначення змістовної суті інновацій, їх впливу на економічну сферу і суспільство в цілому.

Економічний підхід до змісту інновацій має на меті визначення інновацій через їх взаємозв'язок з економічною сферою загалом. Так Йозеф Шумпетер, розмірковуючи у своїй праці «Теорія економічного розвитку» про поняття економічного зростання і економічного розвитку, приходять до поняття інновація, яке служить основою зародження теорії. Звичайний зростання економіки, на думку Шумпетера, є ні що інше як проста зміна показників, розвиток же являє собою зміну траєкторії, по якій здійснювався раніше кругообіг господарства.

Таким чином, якщо виробництво - це комбінація наявних речей і сил, то виробництво нового - створення інших комбінацій з цих же речей і сил. У своїй роботі Шумпетер вводить четвертий фактор виробництва - підприємницька здатність.

Саме підприємці реформують виробництво шляхом використання нових технологічних рішень для створення нових комбінацій. Однак Шумпетер наголошує і деяку схильність до відмирання підприємницької функції, оскільки створення інновацій має на увазі елемент геніальності, який з часів стали замінювати результатами точно проведених розрахунків.

Взаємозв'язок економічного зростання з інноваціями розглядається також і в нобелівській лекції Саймона Кузнеця (1971). Коваль, розвиваючи думку зміни історичних епох, прийшов до поняття епохальних нововведень для позначення переворотів, які відбуваються раз на кілька століть і призводять до глибоких трансформацій та позначають перехід до нового технологічного або економічного способу виробництва.

Економічне зростання індустріальної епохи, на думку Ковалю, з'явився наслідком прискореного розвитку науки: «масове застосування технологічних нововведень, що становлять в значній мірі суть сучасного економічного зростання, тісно пов'язане з подальшим прогресом науки, який в свою чергу, утворює основу подальшого технічного прогресу» [7, с. 27].

Ще одна фундаментальна ідея Ковалю полягає в тому, що технологічні нововведення взаємопов'язані з нововведеннями в інших сферах суспільства. Дана риса особливо характерна для країн, що розвиваються, оскільки їх розвиток і прогрес може зажадати відповідних змін у виробничій сфері, що потім спричинить ще більш глибокі структурні зміни в політичній і соціальній сферах.

1.3. Теорія фінансового поглиблення Р. Голдсмита

Новим підходом до значення посередництва у сфері фінансів є праця Р. Голдсмита “Фінансова структура і розвиток”. В ній вперше було помічено приклад зв’язку між об’яг системи фінансів, який розраховувався як ділення сукупних фінансово-посередницьких активів до внутрішньо валового продукту, і покращення економіки у 35 державах у проміжку 1890-1963рр.

Даний дослідник наголошує на тому чим більша кількість посередників у фінансовій сфері в даній країні існує, тим економіка є більш ефективною.

Така система інвестування за допомогою посередника показала себе більш оптимальною, ніж звичайне інвестування. Послідовником цієї теорії став економіст з Америки Р. Дж. Маккіннон, що вніс нове визначення у економіку.

Цим визначенням стало – поглиблення у фінансах, що представляє собою збільшення кількості активів фінансів у національному багатстві. Він довів, що країни перебувають на рівні покращення економіки, коли вони користуються таким показником як «фінансове поглиблення».

Також цей показник допомагає оцінювати значимість посередництва у сфері фінансів в економіці.

Перед науковцем Р. Голдсміт стояло таке питання, як: що є рушійною силою посередництва у сфері фінансів? Проводячи аналіз, він виявив, що інвестору більш вигідно вкладати свої кошти за допомогою посередника ніж без нього, тому що таким чином він має менші ризики. Це і є причиною розвитку сфери посередництва. Також впливає на його розвиток збільшення кількості людей, які хочуть вкладати кошти та приєднання коштів осіб, які не хочуть ризикувати.

«Ці теоретичні положення підтверджуються досвідом економічного розвитку ХХ ст., узагальненого в концепціях Р. Голдсмита про «фінансове поглиблення» як чинник економічного зростання та Р. Левіна про фінансовий фактор сприяння структурним зрушенням. Загальновизнано, що зростання доходів є об’єктивною передумовою розвитку та вдосконалення системи фінансового посередництва («фінансові інновації» Дж. Герлі).

Разом з тим «нова теорія фінансів» Док. Штігліца доводить, що для реалізації позитивної ролі фінансового посередництва в економічному розвитку, крім об’єктивних чинників, велику роль відіграє державна політика, спрямована на захист інтересів інвесторів, забезпечення прозорості діяльності фінансових посередників, подолання бар’єрів «морального ризику» та «асиметричної інформації» на всіх етапах інвестиційного процесу» [1].

«Аналіз наукової літератури, присвяченої дослідженню сутності фінансового посередництва, дозволив визначити такі підходи до трактування фінансового посередництва, як функціональний, узагальнювальний,

спеціалізований, інституційний, інфраструктурний, інформаційний та трансакційний» [1] (табл. 1.2).

Таблиця 1.2 -Підходи до трактування економічної категорії «фінансове посередництво»

Концептуальний підхід	Зміст підходу
Функціональний	Підкреслює кредитну та інвестиційну функції фінансових посередників як основні функції
Інфраструктурний	Характеризує фінансових посередників з точки зору інфраструктури
Інституційний	Наголошує на організаційному аспекті фінансово-посередницької діяльності
Спеціалізований	Досліджує посередників залежно від їх спеціалізації
Узагальнювальний	Ототожнює фінансових посередників із фінансовими установами, інституціями, фінансово-кредитними установами, кредитною системою
Інформаційний	Наголошує на тому, що фінансові посередники мають доступ до інформації, яка для інших суб'єктів є асиметричною (недоступною)
Трансакційний	Характеризує сутність діяльності посередників як надання фінансових послуг клієнтам за невисокими транс-акційними витратами як власників реалізовуваних «продуктів»

Джерело: складено авторами на основі [33]

«Таким чином, можна стверджувати, що погляди на фінансове посередництво пройшли шлях від трактування даного інституту як механізму переливання капіталів від одних суб'єктів до інших до визначення фінансового посередництва як важливого та впливового фактора ефективної діяльності фінансового ринку» [1].

1.4.Концепція фінансових інновацій

Концепцію фінансових інвестицій започаткували економісти з Америки Дж. Герлі та Є. Шоу, що полягала в том, що при зростанні попиту на послуги посередників у сфері фінансів збільшуються доходи. Це обґрунтовується тим,що заощадники хочуть не тільки без ризику зберігати кошти, а примножувати їх.

Приходячи до висновку щодо переваг інвестування через посередників дані вчені доводять важливість проведення інновацій фінансів на постійній основі. Далі їх теорія зацікавила економіста У.Зілбера. Він додав до неї ідеї про можливість знижувати ризик та детермінувати ношу ризику між посередниками за допомогою кредитно-фінансової системи.

Значення посередництва у фінансовій сфері є у створенні оптимального розташування капіталу методом накопичення та розташування ресурсів фінансів окремих інвесторів.Це значення проявляється лише через

інституційні і макроекономіні передумови методом проведення спеціальних функцій посередникам фінансової сфери. Головними такими передумовами є:

1) непохитність на рівні макроекономіки (неспроможність покращення посередництва у сфері фінансів при умовах значної інфляції, і тому існує відчуття, того, який дохід ти отримаєш)

2) покращення економічного стану, що є причиною збільшення доходів населення та попиту на посередників у фінансовій діяльності.

Іншими передумовами покращення посередництва є:

1) правила та норми, що захищають інтереси інвесторів і всю діяльність посередників;

2) створений сприятливий інвестиційний клімат.

Функціями посередництва у сфері фінансів є проявлення його властивостей в відносинах економіки, що виникає з специфічного значення, що потрібно для виконання посередництва у фінансовій сфері економіки.

Існує два вида функцій посередництва у фінансах, а саме:

1) ті, що обгрутовують його призначення в економічній сфері;

2) ті, що виступають в ролі специфічних задач і виконуються тільки в межах даного виду діяльності.

До першого виду відносять характеристику результату, що відбуваються при покращенні стану посередництва у фінансовій сфері в економіці. Суть яких представлення у збільшенні кількості інвестицій, покращення структури інвестування та зменшення ціни на інвестиції:

1) пожвавлення механізмів перетворення заощаджень на інвестиції за допомогою збільшення участі інвесторів в інвестуванні. До задач даної функції також відносять формування додаткової кількості інвестицій в ВНП;

2) пожвавлення такої діяльності як перерозподіл та рухливість капіталу. Тобто вкладання капіталу у найбільш вигідні види економічної діяльності, звідси виникає покращення продуктивності. Дана функція робить покращення якості інвестицій та викликає зрушення, щодо структури в економіці через пере направлення капіталу в сприятливу економічну діяльність;

3) зменшення відсоткових тарифів, тобто при розвитку посередництва у сфері фінансів з'являється розширення пропонування на ринках фінансів ресурсів, і все більша кількість заощаджень акумулюється на таких ринках, за допомогою посередників, що зменшують ціну залучення капіталів для дійсних економічних секторів.

Робота посередників фінансової сфери проявляється у проведенні ряду притаманних для них задач. Вона проявляються в формуванні збільшення кількості залучених ресурсів фінансів та покращення їх механізму розташування.

Відокремимо такі функції, які проявляються при здійсненні завдань:

1. Подолати перешкоди невизначеності, що є причиною не вкладання коштів на пряму без посередників. Посередникам у сфері фінансів більш довіряють, тому що за ними здійснюється контроль з боку держави.

2. Селекція професійних об'єктів інвестування. Фінансові посередники допомагають власникам інвестицій. Тому вони проводять аналізування галузі в яку збирається вкласти інвестор, яка можлива прибутковість і т.д.

3. Зменшення витрат на операційній масштабності. В процесі зростання зобов'язань та активів посередники мають більшу спроможність для зменшення витрат на операції з активами фінансів.

4. Зміна активів та ухилення від ризиків інвестування. Якщо інвестувати у більшу кількість активів, то це зменшує ризики. При банкрутстві одного з позичальників або емітентів всі кошти розподіляються між клієнтами або їх

5. Прогнозування та керування ризиками, що проводяться для вирішення проблеми невизначеності у продовж всього періоду. Дана функція представляє спостереження за фінансовим станом на постійній основі й швидке реагування на збільшення ризиків щодо інвестицій.

До інших функцій посередництва у сфері фінансів відносять таку: функція перетворення активів, що представляє собою трансформацію неліквідних на ліквідні активи.

Інші науковці виокремлюють контролюючу функцію, вона полягає у здійсненні контролю за функціонуванням емітентів.

Проте як вже говорилося раніше найголовнішою функцією є подолання перешкод невизначеності. В межах даної функції посередники інформують інвесторів.

Визначення ризику відбувається за допомогою різниці між очікуваними та фактичним і доходами від інвестиційної діяльності. При точнішому визначенні майбутніх доходів, зменшується невизначеність. Така точність досягається лише при якісній і достатній кількості інформації, що є доступною для інвестора.

Така проблема як не рівномірність інформації виникає з того, що кожен з потенційних інвестиційних агентів має повний доступ до інформації. Всі учасники на ринку не можуть знаходитись в однакових умовах, так як інформаційний розподіл відбувається нерівномірно.

Неповністю, але можна подолати таке явище як нерівномірний інформаційний розподіл через інформаційну систему забезпечення для інвесторів, метою якої є створення однакових умов для них. Формування такої системи відбувається за допомогою встановлення гарантій державою про надання всім інвесторам необхідної інформації та за допомогою послуг в інформаційній сфері.

Дві форми посередництва в інформаційній сфері:

а) Пряма форма посередництва в інформаційній сфері, що включає в себе надання консультацій окремим інвесторам про інвестування, різноманітні аналізування необхідних напрямів інвестування;

б) Непряма форма посередництва в інформаційній сфері, що представляє

собою керування капіталом. Воно відноситься до специфічної форми оплати інформації тим, хто володіє капіталом, що має за мету передачу капіталодавцю своїх ресурсів в руки посереднику. Так відбувається процес обміну інвестиціями та інформацією.

«Усі фінансові посередники функціонують на єдиному грошовому ринку з одним і тим самим об'єктом - грошовими коштами, однаково відчутно впливають на кон'юнктуру цього ринку, можуть не тільки конкурувати між собою, а й взаємодіяти у вирішенні багатьох економічних і фінансових завдань» [2].

Механізм функціонування фінансового посередництва представлений на рис. 1.1.

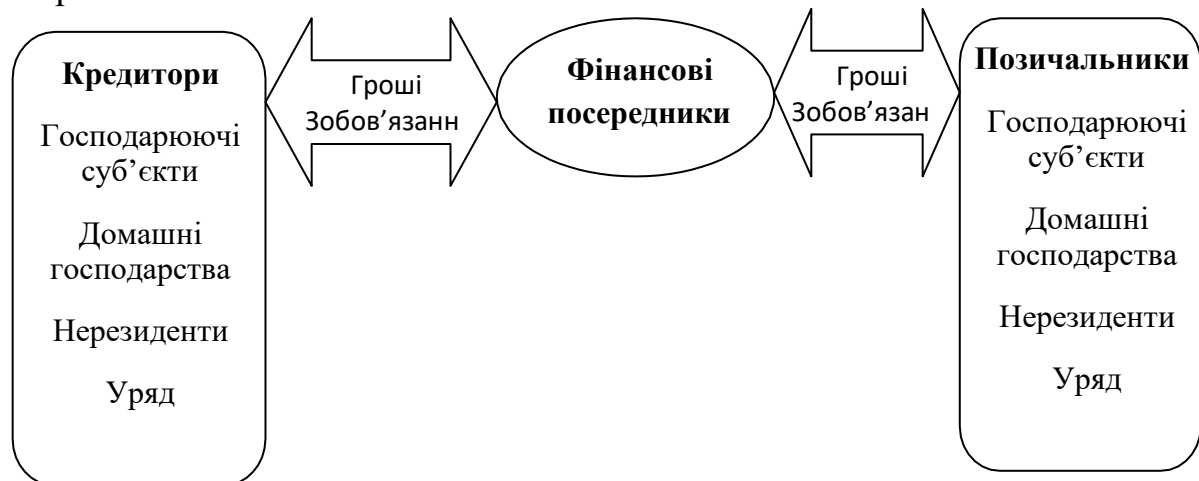


Рис. 1.1.- Загальна схема фінансового посередництва

Джерело: побудовано авторами на основі [33]

«Розуміючи суть фінансового посередництва можна стверджувати про його безперечні переваги в економічних та фінансових відносинах, серед яких доцільно виділити наступні:

- послаблення фінансових ризиків для базових суб'єктів грошового ринку, оскільки значна їх частина перекладається на посередників;

- скорочення витрат базових суб'єктів грошового ринку на формування вільних коштів, розміщення їх у дохідні активи та запозичення додаткових коштів;

- можливість урізноманітнити відносини між кредиторами та позичальниками наданням додаткових послуг, які беруть на себе посередники;

- можливість для кожного окремого кредитора оперативно розмістити вільні кошти в дохідні активи, а для позичальника – оперативно мобілізувати додаткові кошти, необхідні для покриття виробничих та споживчих затрат;

- збільшення дохідності позикових капіталів, особливо зосереджених у дрібних власників, завдяки зменшенню фінансових ризиків, скороченню витрат на здійснення фінансових операцій та відкриттю доступу до великого, високодохідного бізнесу»[33].

«Фінансове посередництво - це специфічний вид діяльності на грошовому ринку, що полягає в акумуляції його суб'єктами в обмін на свої зобов'язання вільних грошових капіталів і розміщення їх від свого імені у дохідні активи. Внаслідок цієї діяльності:

- на ринку з'являються нові фінансові інструменти і загальний асортимент їх значно розширюється, що посилює стимули для формування вільних грошових капіталів;

- урізноманітнюється трансформація грошового капіталу, що сприяє кращій адаптації його руху до потреб розширеного відтворення;

- скорочуються витрати економічних суб'єктів на забезпечення руху свого грошового капіталу»[3].

«Суб'єкти грошового ринку, які займаються фінансовим посередництвом, називаються фінансовими посередниками. Загалом існує велика кількість трактувань категорії «фінансові посередники». Має місце точка зору, згідно з якою всі фінансові установи, які діють на фінансовому ринку, є фінансовими посередниками. Проте ми не згодні з цим твердженням, оскільки воно охоплює занадто широке коло фінансових установ, не всі з яких професійно займаються, власне, фінансовим посередництвом»[3].

«На наш погляд, в Україні функціонує банківсько-орієнтована модель організації фінансового ринку зі значними тенденціями монополії банківських установ. А тому для підвищення рівня конкурентності та поліпшення інфраструктури фінансового ринку України, необхідна корекція фінансового посередництва з метою формування змішаного типу. Це дозволить поліпшити стартові умови функціонування для небанківських фінансових установ та зменшити рівень монополії банків у вітчизняному фінансовому секторі» [3].

Перелік питань для самоконтролю:

1. Етапи становлення посередництва в сфері фінансів згідно до головних теорій фінансового посередництва.

2. Передумови, що виникають на макро рівні та інші щодо розвитку фінансового посередництва.

3. Функції та їх види фінансового посередництва.

4. Інформаційний розподіл.

5. Вплив невизначеності на інвестиційну діяльність.

6. Форми інформаційного посередництва.

ТЕМА 2. МІСЦЕ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ НА РИНКУ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

План вивчення теми:

2.1. Поняття та основні етапи інвестиційного процесу.

2.2. Види фінансових посередників та традиційні об'єкти здійснення інвестицій фінансовими посередниками.

2.3. Фінансові інструменти, що використовуються фінансовими посередниками на ринку цінних паперів.

Рекомендована література: [12, с.21-55], [13, с. 26-66], [17, с.54-86], [25, с. 46-66], [39], [40]

Основні терміни і поняття: валютна система, національна валютна система, світова валютна система, ринкові курси. міжнародний платіжний засіб, спеціальні органи валютного контролю.

2.1. Поняття та основні етапи інвестиційного процесу.

Гарантії що надаються державою мають за мету встановлення на законодавчих вимогах що спрямовані для підприємницького сектору та посередників для того щоб розкрити на опублікувати визначений мінімум інформації про їх фінансовий стан та результати діяльності. Розширений інформаційний доступ для інвесторів є рушійною силою для поживлення інвестиційного процесу, зміцнення довіри інвесторів та зменшення інвестиційного ризику.

Існує два види інвестицій: фінансові та реальні. Реальними інвестиціями називають такі, які проводять вкладення капіталу в не активи фінансового складу і користування якими відбувається більше року. Вони поділяються на нематеріальні а матеріальні.

Інвестиційний процес виникає при вкладання ресурсів фінансів в активи фінансів. За характером інвестиції можуть поділятися на ті, що орієнтуються на використання на довгий строк та спекулятивний.

Потрібно пам'ятати, що фінансові інвестиції є портфельними інвестиціями, а реальні – прямими.

До головних об'єктів портфельних інвестицій включають:

- вклади до статутного фонду, що представляють собою акції та інші права корпоративного виду;
- боргові зобов'язання;
- вкладання депозитів в банки;
- сертифікати, щодо інвестицій на інші інструменти, випущені посередниками фінансової сфери.

Середовище інвестицій представляю собою підсистему ринку, яка проводить мобілізацію інвестицій. З погляду діяльності посередників, можна

прирівнювати інвестиційне середовище до структури фінансів, що включає в себе: ринки фінансів, інструменти фінансів, професійних учасників ринку.

Щоб отримати баланс пропонування та попиту інвестицій необхідно враховувати бажані терміни надання і залучення ресурсів інвестицій щодо інвесторів та осіб, які отримують дані інвестиції. В тому числі первинні донори більшість коштів накопичують на короткостроковий період та високоліквідній формі, для того щоб в будь який момент могли обернути їх на готівку. Але для економіки важливішими є довгострокові вклади. Тобто це говорить, про те що, інвестори не будуть в захваті від таких висуваних термінів щодо інвестицій.

Проте час не є єдиним фактором, який потребує збалансування серед реципієнтами та інвесторами. Серед інших таких є: обсяги фінансових ресурсів з боку пропонування і попиту, величини доходу та ризикованості інвестицій, ліквідність і т.д.

Виходячи звідси, елементами середовища інвестицій є:

- ринок фінансів, що представляють собою фондові ринки;
- інструментарію фінансів, що мають за собою цінні папери;
- інфраструктура щодо суб'єктів, головними з яких ж посередники фінансової сфери.

Існують дві основні групи учасників інвестиційного процесу, що визначаються за особливостями їхньої участі в процесі мобілізації грошових коштів і інструментів фінансових: ті, чиї послуги пов'язані тенісним характером на комісійних засадах, та ті, що діють незалежно на комерційних засадах.

До фінансових посередників відносять також операторів даного ринку, які представляються собою принципалів, що проводять операції з активами фінансів других емітентів. До них можна відносити дилерів, що перш за все забезпечились власним капіталом і зазвичай не залучають кошти від індивідуальних інвесторів.

Дилери відносяться до фінансових посередників, хоча б тому, що їх діяльність пов'язана зі спекуляціями з цінними паперами, що теж входить до діяльності посередництва, і у момент придбання даних цінних паперів дилером, ще є невідомими, хто буде майбутнім інвестором.

«Щодо поняття “інвестиційний процес”, то аналіз літератури виявив дужерізноманітні погляди вчених на суть цього терміну. Можна спостерігати такікути зору на суть даного поняття:

- 1) інвестиційний процес трактується як механізм взаємодії попиту і пропозиції інвестицій;
- 2) як рух капіталу;
- 3) як повторення інвестиційних циклів;
- 4) як складова інвестиційної діяльності чи як сама інвестиційна діяльність;
- 5) як процес прийняття інвестиційних рішень» [3].

У таблиці (2.1) зазначено погляди деяких вчених щодо трактування терміну «інвестиційний процес».

Таблиця 2.1 – Аналіз думок економістів на зміст терміну «інвестиційний процес»

№	Джерело	Визначення / вислови
1	2	3
I. Інвестиційний процес як механізм взаємодії попиту і пропозиції інвестицій.		
1.1	Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. [4, с.11]	Інвестиційний процес – це механізм зведення разом тих, хто пропонує гроші (хто має тимчасово вільні засоби), з тими, хто пред'являє попит (має потребу в них).
1.2	Реверчук С.К., Реверчук Н.Й., Скоморович І.Г. [5, с.87]	Інвестиційний процес – це специфічний для кожного середовища механізм залучення власника коштів чи інших матеріальних цінностей до об'єкту інвестування з метою отримання доходу.
II. Інвестиційний процес як рух капіталу.		
2.1	Тумусов Ф.С. [6, с.13]	Інвестиційний процес – є процес відтворення і накопичення засобів виробництва і фінансів для забезпечення руху, відтворення капіталу.
2.2	Шевчук В.Я., Рогожин П.С. [3, с.13]	... основні етапи руху інвестицій або інвестиційного процесу: по-перше, реалізація інвестиційного попиту (нагромадження) ...; по-друге, процес виробництва продукції (інвестиційних або споживчих товарів, робіт, послуг); по-третє, реалізація продукції, одержання прибутку; по-четверте, розподіл прибутку, формування інвестиційного попиту. Сукупність вказаних стадій руху інвестицій представляє собою їх кругообіг.
III. Інвестиційний процес як повторення інвестиційних циклів.		
3.1	Черваньов Д.М., Нейкова Л.І. [2, с.132]	Інвестиційний цикл (період) охоплює один оборот інвестицій, тобто рух вартості, авансованої в капітальне майно, від моменту акумуляції грошових засобів до реального відшкодування.
3.2	Федоренко Г.В. [7, с.37]	Інвестиційний процес і цикл проходять через одні і ті ж самі стадії та етапи, але на відміну від інвестиційного процесу як безперервного процесу реалізації капітальних вкладень, що відбиває суть розширеного відтворення основних фондів, інвестиційний цикл – це індивідуальний обіг капітальних вкладень.
3.3	Губський Б.В. [8, с.90-91], Вакарин С.И. [9, с.8-9]	Комплекс міроприємств, з моменту прийняття рішення про інвестування до завершальної стадії інвестиційного проекту, визначається як інвестиційний цикл ... Інвестиційний цикл включає передінвестиційну, інвестиційну та експлуатаційну фази. Ряд інвестиційних циклів, що повторюються – це інвестиційний процес.
IV. Інвестиційний процес як складова інвестиційної діяльності / як інвестиційна діяльність.		
4.1	Шевчук В.Я., Рогожин П.С. [3, с.109]	Інвестиційний процес являє собою послідовність робіт інтелектуального та фізичного характеру, що служать створенню об'єкта, впливають безпосередньо та опосередковано на нього.

4.2	Реверчук С.К., Реверчук Н.Й., Скоморович І.Г. [5, с.96]	Інвестиційний процес становить собою реалізацію інвестиційного проекту від факту прийняття рішення до отримання сприятливого або несприятливого результату.
4.3	Пересада А.А. [10, с.13]	У вужчому тлумаченні поняття “інвестиційна діяльність” застосовують термін “інвестиційний процес”. Це поняття звичайно пов’язується з обґрунтуванням і реалізацією інвестиційних проектів.
V. Інвестиційний процес як процес прийняття інвестиційних рішень.		
5.1	Норткотт Д. [11, с.10-11]	“... процес прийняття і здійснення інвестиційних рішень ... інвестиційний процес виникає і протікає у внутрішньому середовищі підприємства...” Стадії інвестиційного процесу: пошук ідей; формулювання проектів і первинний відбір; фінансовий аналіз і прийняття рішень; здійснення проекту; моніторинг і після інвестиційний контроль.
5.2	Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. [12, с.10]	Інвестиційний процес при здійсненні фінансового інвестування полягає у прийнятті інвестором рішення стосовно цінних паперів, в які здійснюватимуться інвестиції, обсягів і строків інвестування.

Джерело: складено на основі [3]

«Враховуючи проведений аналіз підходів до визначення суті інвестиційного процесу і зауваження, які при цьому у нас виникли, пропонуємо наступне визначення суті інвестиційного процесу:

Інвестиційний процес – це неперервний в просторі і часі процес реалізації інвестиційних рішень спрямований на досягнення певної мети економічної системи, в ході якого постійно акумулюються інвестиційні ресурси і вкладаються в об’єкти інвестиційної сфери» [1].

2.2. Види фінансових посередників та традиційні об’єкти здійснення інвестицій фінансовими посередниками.

«Розуміючи суть фінансового посередництва можна стверджувати про його безперечні переваги в економічних та фінансових відносинах, серед яких доцільно виділити наступні:

- послаблення фінансових ризиків для базових суб’єктів грошового ринку, оскільки значна їх частина перекладається на посередників;
- скорочення витрат базових суб’єктів грошового ринку на формування вільних коштів, розміщення їх у дохідні активи та запозичення додаткових коштів;
- можливість урізноманітнити відносини між кредиторами та позичальниками наданням додаткових послуг, які беруть на себе посередники;

– можливість для кожного окремого кредитора оперативно розмістити вільні кошти в дохідні активи, а для позичальника – оперативно мобілізувати додаткові кошти, необхідні для покриття виробничих та споживчих затрат;

– збільшення дохідності позикових капіталів, особливо зосереджених у дрібних власників, завдяки зменшенню фінансових ризиків, скороченню витрат на здійснення фінансових операцій та відкриттю доступу до великого, високодохідного бізнесу» [33].

«Фінансове посередництво - це специфічний вид діяльності на грошовому ринку, що полягає в акумуляції його суб'єктами в обмін на свої зобов'язання вільних грошових капіталів і розміщення їх від свого імені у дохідні активи. Внаслідок цієї діяльності:

- на ринку з'являються нові фінансові інструменти і загальний асортимент їх значно розширюється, що посилює стимули для формування вільних грошових капіталів;

- урізноманітнюється трансформація грошового капіталу, що сприяє кращій адаптації його руху до потреб розширеного відтворення;

- скорочуються витрати економічних суб'єктів на забезпечення руху свого грошового капіталу» [12].

«Особливої уваги заслуговує класифікація фінансового посередництва. Щодо цього питання нема єдиної точки зору ні у вітчизняній, ні в зарубіжній літературі (рис. 2.1).

У вітчизняній літературі найпоширенішим є поділ фінансових посередників на дві групи:

- банки;
- небанківські фінансово-кредитні установи, які інколи називають ще спеціалізованими фінансово-кредитними установами, чи парабанками» [12].

«В американській літературі фінансових посередників заведено поділяти на три групи:

- депозитні інституції;
- договірні ощадні інституції;
- інвестиційні посередники» [12].

З вище названого, можна сказати, що є три групи посередників, які пов'язані з особливостями функціонального характеру, до яких відносять: посередники з інвестиційної діяльності, договірні ощадні інститути та інститути щодо депозитування.

Тобто:

- депозитні інститути представляють собою такі установи, які залучають депозити і за рахунок цього видають клієнтам кредити;
- договірними ощадними інститутами є установи, що займають довгостроковою акумулюючою діяльністю щодо клієнтських капіталів для проведення майбутніх виплат цільового характеру на користь клієнтів;

- посередниками з інвестиційної діяльності являються установи, що об'єднують кошти клієнтів і розташовують їх у різних активах фінансів для отримання прибутку.

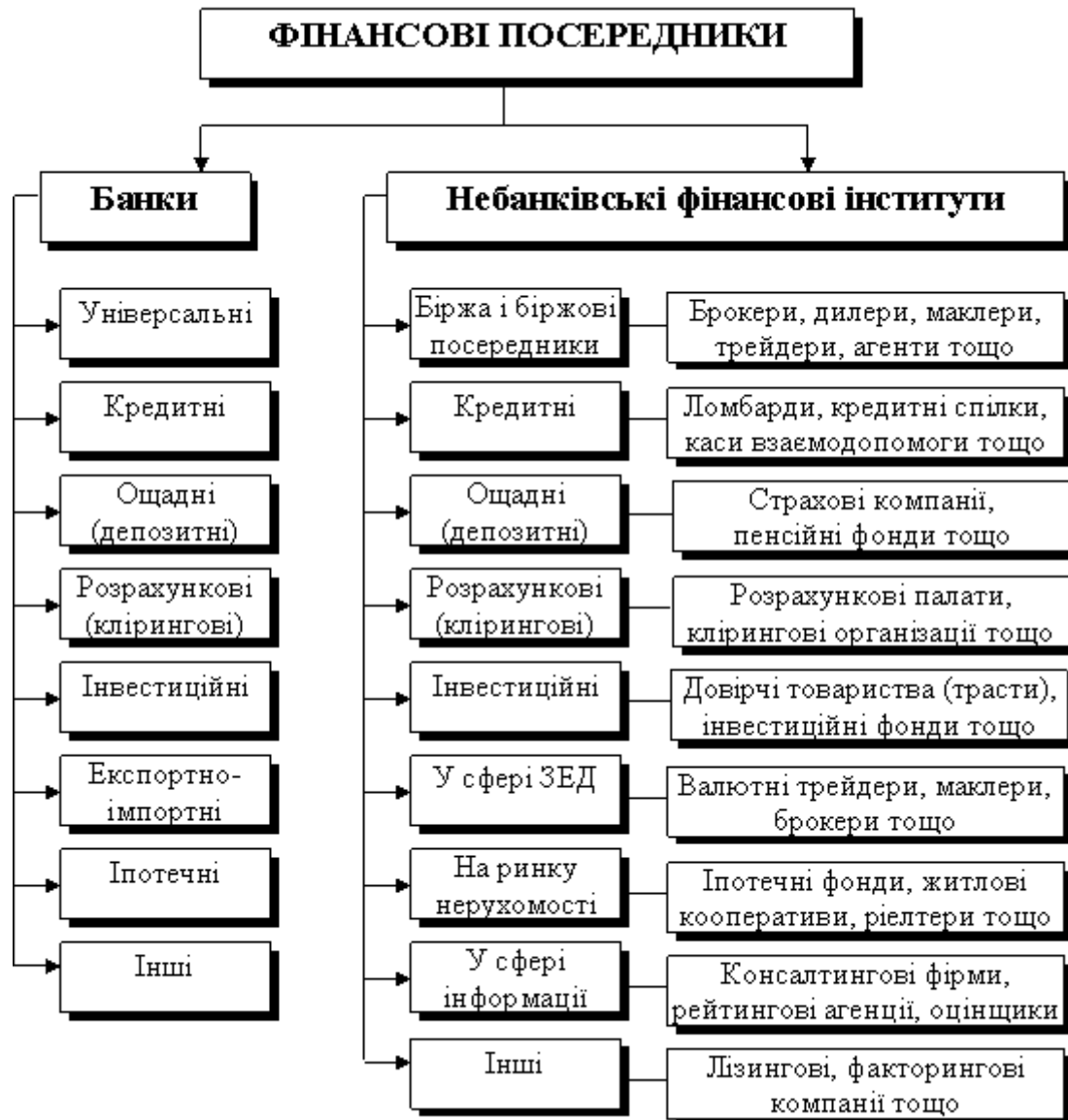


Рисунок 2.1 - Класифікація фінансових посередників за функціональною ознакою

Заощадження у вигляді інвестицій є головною передумовою розвитку небанківського фінансового посередництва. Таке явище як частина поточного доходу населення, що виникають з інвестиційних заощаджень, відбувається лише в країнах з високорозвиненою економікою. Це спричиняють мала кількість заощаджень в інвестиціях, тому попиту на таку послугу немає.

Було доведено, що при зростанні доходів збільшуються і поточні витрати.

При однаковому розподілі поточного доходу процедура використання заощаджень у бідних країнах абияк відрізняється від розвинених країн. Мала кількість заощаджень не дають можливість розвиватись інституту

посередництва фінансів. Тобто найбільша кількість таких інститутів існує в доволі помітно розвинутих країнах та набуває розвитку в них. Узагальнюючи вище сказане, можна зробити висновок, що така система як посередництво у сфері фінансів є характерною для держав, у яких розвиток економіки є дуже високий та що мають стабільність доходів. І важливо помітити, що первинними інститутами є інвестиційні заощадження серед посередників, які пропонують послуги власникам даних заощаджень щодо оптимального і з мінімальним ризиком розташування.

В ту же чергу при зростанні доходів збільшується наявність існуючих мотивів населення, з них виділяють:

- накопичення грошей на так званий “чорний день”;
- накопичення коштів для купівлі майна або нерухомості, срок діяльності якого є довгим;
- освітні заощадження;
- заощадження на гарну старість;
- заощадження як метод додаткового поточного доходу в найближчий час.

Види діяльності фінансових посередників наведено в рис. 2.2.



Рисунок 2.2 - Види діяльності фінансових посередників

Маючи конкуренцію, фінансові посередники перекваліфіковуються на інвестиційні цілі населення. В той же час, таргет інвестицій інвесторів обумовлюються мотивами. Таким фактором, що розкриває інвестиційні спонукання є середній дохід на душу населення будь-якої країни. Чим менше такий дохід тим слабше є спонукання і тоді заощадження відбуваються в високоліквідних формах.

Вимогами до власників заощаджень щодо здійснення ними інвестування є:

- відповідний рівень очкуваного доходу та ризику;
- перетворення інвестицій у гроші, що обумовлено очікуваними строками, впродовж яких інвестор хоче їх утримувати.

Тобто, накопичення грошей на “чорний день” проводиться зазвичай у формі високоліквідних вкладень, що мають малий рівень ризику. Більшість таких заощаджень відбуваються на рахунках у банків комерційного типу та на грошовому ринку взаємних фондів.

Проте вимогами ліквідності щодо пенсійних заощаджень мають місце бути меншими, тому що використання цих заощаджень відбудеться тільки через десяток або кілька десятків років. Щодо заощаджень інвестицій, то в даному випадку ризикованість є досить великою, причиною є те, що дохід не є призначений для задоволення першочергових потреб інвестора.

В теорії посередник може здійснювати кожен таку діяльність. Але на практиці є таке поняття як інституційна спеціалізація, що представляє собою поділ праці в даній сфері послуг і це все є під наглядом держави. Тому деякі з цих видів, наприклад, як пенсійне забезпечення, страхування та спільне інвестування, надаються лише інститутами спеціалізованого типу. Відповідно до встановлених обмежень законодавством активи фінансів інвестора матимуть різну ліквідність, різний рівень ризику та інше, що залежить від обраного типу посередництва. Знаючи свої мотиви інвестор розуміє, які послуги йому потрібні та якого виду інституту.

2.3. Фінансові інструменти, що використовуються фінансовими посередниками на ринку цінних паперів

Український ринок цінних паперів на сьогодні можна характеризувати як недостатньо розвинутий з достатньо обмеженою кількістю інструментів, що відомі у сучасній світовій практиці.

Західні фахівці поділяють акції на такі види (рис.2.3)

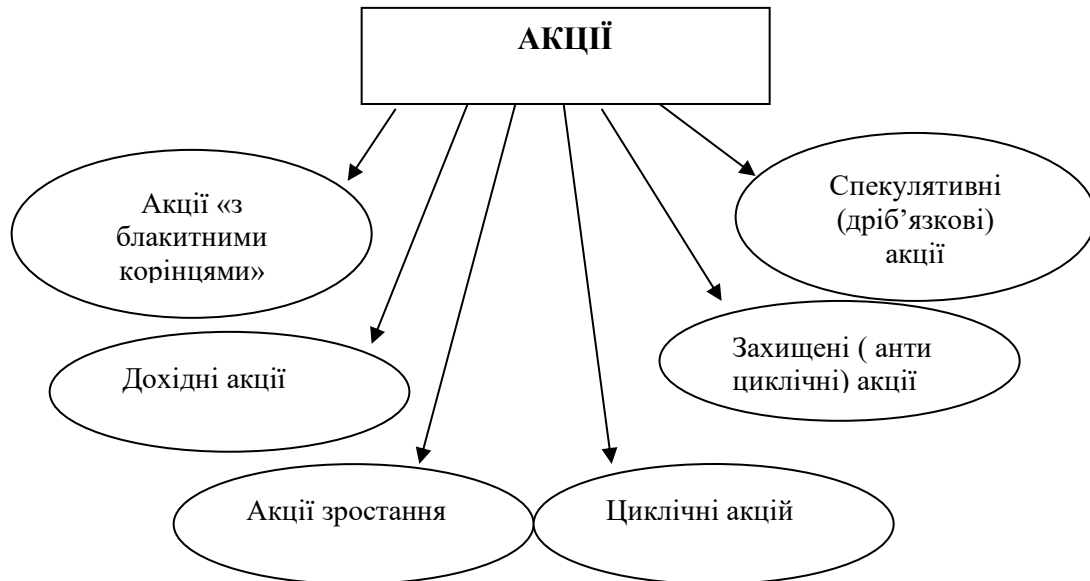


Рисунок2.3 - Класифікація акцій

«Перелік видів цінних паперів. Які можуть випускатися і обертатися в Україні, визначається ст. 3 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу». До випуску та обігу в нашій країні допущені: акції; облигації внутрішніх та зовнішніх державних позик; облигації місцевих позик; облигації підприємств; казначейські зобов'язання республіки; ощадні сертифікати; векселі; приватизаційні папери; інвестиційні сертифікати» [4].

«Акції виконують три головних завдання: по-перше, вони випускаються під час організації акціонерного товариства, щоб забезпечити йому визначений «стартовий» капітал (перша емісія); по-друге, за допомогою випуску акцій залучаються додаткові ресурси у ході функціонування товариства (друга і наступна емісія); по-третє, вони випускаються для обміну з метою злиття з іншою компанією» [4].

До акцій «з блакитними корінцями» (англ. blue chip stocks) належать акції, які випускають найбільш потужні компанії (наприклад в США це General Motors, General Electric Co., McDonald's Corp., та ін..) що є основними лідерами своїх галузей, і головне - всю історію стабільновиплачували дивіденди акціонерам.

«Акції зростання (growth stocks). Це акції корпорацій, доходи і прибуток яких вище середнього рівня, однак сплата по дивідендах частіше всього не перевищує 35%. Пояснюється така дивідендна політика прагненням корпорації в першу чергу фінансувати наукові та інші дослідження, а також розширення масштабів виробництва і можливості збуту»[4].

«Циклічні акції(cyclical stocks). Їх ціна зростає і знижується синхронно зі спадами і підйомами в економіці, тобто згідно з ритмом ділової активності. В основному це акції корпорацій базових галузей економіки – важкої (особливо металургії), автомобілебудування, целюлозно –паперової та ін..

Інвестори намагаються купити такі акції, коли мова йде про розширення виробництва, і встигнути продати їх до початку спаду» [4].

«Захищені (антициклічні) акції (defensive or countercyclical stocks). Це акції корпорацій, ціна на які відносно стабільна навіть при спаді в економіці в цілому. Такі корпорації не змінюють своєї дивідендної політики залежно від циклів в економічному розвитку і тому сплачують своїм акціонерам практично постійні дивіденди. Багато акцій цього виду одночасно класифікуються як дохідні» [4].

«Спекулятивні (дріб'язкові) акції (speculative (penny) stocks). Таку назву мають акції «молодих» корпорацій. Ці акції частіше всього продаються «з прилавку», обминаючи біржу, або на спеціальних («спекулятивних») біржах. Вони коштують набагато менше, ніж акції добре відомих корпорацій, однак, купуючи їх, вкладник повинен знати, на що він йде: маленька ціна – великий ризик» [4].

«Можна одержати доходи від придбаних акцій за рахунок трьох джерел: доходи від дивідендів, від підвищення ринкової вартості цінних паперів і від збільшення кількості акцій у результаті їхнього дроблення (stock split). Доходи від відносного збільшення кількості акцій в результаті їхнього дроблення. Дроблення акцій – це процедура, при якій акції, викуплені акціонерами, діляться на більшу кількість акцій, наприклад, на 2:1, 3:1 або 4:1» [4].

«Випуск облігацій необхідний винятково для мобілізації грошових ресурсів, коли недостатньо власних фінансових джерел. Статистика свідчить, що у 80-х роках, коли промислово розвинені країни Заходу переходили від кризи до підйому, спостерігалася тенденція до пріоритетного випуску облігацій порівняно з акціями. Так, наприклад, у Німеччині у цей період було випущено у 20 разів більше облігацій, у США – у 5 разів, в Італії – у 3 рази, в Англії і Франції – у 2 рази» [4].

«Для прийняття інвестиційного рішення з урахуванням ступеня ризикованості вкладень для інвесторів велике значення має розподіл облігацій за видами емітентів і термінами погашення. Найменш ризикованими в економічній теорії і практиці вважають облігації внутрішньої державної позики, за ними йдуть облігації місцевих позик, і на останньому місці – облігації компаній і фірм, хоча рівень ризику навіть за ними значно нижчий, ніж за привілейованими акціями тих самих емітентів» [4].

В залежності від умов, яким відповідають облігації, їх можна класифікувати за такими категоріями (рис. 2.4):

«Виходячи з механізму сплати відсоткової ставки – іменні облігації (registered bonds), сплата за якими поштою або іншим чином переправляються безпосередньо власникам, чиї імена повинні бути вказані в облігації і занесені у книгу реєстрації, і облігації на пред'явника (coupon bonds), до яких додаються купони на одержання відсоткових виплат на кожну дату платежу.

Власник відрізає відповідний купон і пред'являє його до сплати, коли ця дата настає» [4];

«Виходячи із принципів викупу (погашення) – серійні облигації (serial bonds), що гасяться послідовно по серіях через визначені інтервали часу, і ординарні облигації (ordinary or single – payment bonds), що викуповуються одночасно у встановлену дату» [4];

«Виходячи із ступеня безпеки – гарантовані облигації (secured bonds), впевненість у погашенні яких у встановлений строк базується на об'явленій заставі нерухомого майна або інших фондів, і незабезпечені облигації (unsecured bonds), що не підкріплені певною заставою» [4];

«Виходячи з можливостей дострокового викупу – облигації з правом дострокового погашення (callable or optional bonds), які за ініціативою емітента можуть викуповуватися раніше зафіксованого кінцевого строку; відшкодовані облигації (redeemable bonds), які за бажанням власника можуть у будь-який момент вільно обмінюватися на гроші, і конвертовані облигації (convertible bonds), які за бажанням власника можуть обмінюватися на інші цінні папери (частіше прості акції), що випускаються емітентом» [4].



Рисунок 2.4 - Класифікація облигацій за ознаками

Таким чином, для кожного потенційного покупця можливість обирати ту категорію облигацій, що підходить йому найбільше.

«Іншим поширеним фінансовим інструментом для продажу і перепродажу є вексель. Виділяють векселі двох типів: комерційні, тобто забезпечені товарним покриттям, що враховуються комерційними банками, і

банківські, що не мають товарного покриття, тобто фінансові векселі, що купуються баками. Крім того, є державні векселі терміном на 3, 6 і 12 місяців, що не містять відсотків (купонів) і реалізуються зі знижкою порівняно з номіналом, а викупуваються за повною номінальною вартістю. Номінальну вартість векселя встановлено законодавством, а вивезення цих документів за кордон заборонено» [4].

«Варто виділити також й інвестиційні сертифікати. Вони випускаються інвестиційні фондами і компаніями. Сертифікати мають такі характеристики: дають право на одержання прибутку у вигляді дивідендів; обсяг емісії не може перевищувати 15-кратного розміру статутного фонду; розмішуються і викупуваються за ціною, що відповідає вартості чистих активів; обмінюються на приватизаційні папери».

«Поділ інвестиційних сертифікатів на іменні та на пред'явника» [4].

«Ощадні сертифікати, що обертаються в Україні, мають невелику кількість класифікаційних ознак, оскільки за чинним законодавством емітентом цього виду цінних паперів можуть бути банківські і прирівняні до них інститути. Практично за всіма своїми інвестиційними якостями вони ідентичні з облігаціями.

Проте існування ощадних сертифікатів "до запитання " зведе ризик ліквідності інвестицій практично до нуля, а це, у свою чергу, веде до зниження рівня доходу за ними порівняно з терміновими ощадними сертифікатами. Іншою особливістю цього фондового інструменту є можливість його використання не тільки як об'єкта інвестування, а й як розрахункового засобу, що, безсумнівно, підвищує й інвестиційні якості»[4].

«Депозитні сертифікати банків видаються, головним чином, юридичним особам. Строк обігу депозитного сертифіката — це період від дати видачі до дати, коли власник може повернути депозит. Якщо сертифікат прострочений, то він перетворюється на документ до запитання і по ньому нараховуються не строкові, а звичайні відсотки» [4].

«Менш розповсюджені в Україні казначейські зобов'язання держави, які розміщуються добровільно серед населення. Вони зазвичай випускаються терміном від 5 до 25 років. В Україні можуть випускатися такі види зобов'язань: довгострокові (від 5 до 10 років); середньострокові (від 1 до 5 років); короткострокові (до 1 року). Дохід від них сплачується у наступному після їх придбання році» [4].

«До похідних (спеціальних) інструментів ринку цінних паперів належать варанти, ф'ючерси, опціони та інші» [4].

«Варант являє собою сертифікат, який дає право його власникові купити один вид цінного паперу за фіксованою ціною у визначений термін. Варанти випускаються в обіг не самостійно, а як складова інших цінних паперів для того, щоб зробити їх більш привабливими» [4].

«Ф'ючерс - це угода, за якою одна сторона зобов'язується продати, а інша - купити цінні папери певного виду, певної кількості, за певною ціною

та в певний строк у майбутньому. Стосовно ринку цінних паперів, предметами ф'ючерсів частіше за все бувають короткострокові державні та інші облигації» [4].

«Опціои - це фінансовий інструмент - контракт, що не вважається обов'язковим, тобто інвестору надається право вибору виконувати цю строкову угоду або ні.

Це право (зумовлене сплатою певної суми премії) купити або продати фінансовий інструмент упродовж деякого періоду часу за встановленою ціною. Розрізняють два типи опціонів: опціои покупця та опціои продавця. За опціоном покупця власник контракту одержує право, але не обов'язок, на придбання вказаних у контракті цінних паперів (ф'ючерсних контрактів), починаючи з моменту придбання даного контракту та закінчуючи датою його виконання, за ціною, визначеною в контракті. За опціоном продавця власник даного контракту одержує право, а не обов'язок, на продаж вказаних у контракті цінних паперів, починаючи з моменту придбання опціонного контракту та закінчуючи датою його виконання, за ціною, визначеною в контракті» [4].

Перелік питань для самоконтролю:

1. Економічна представленість інвестицій.
2. Види інвестицій.
3. Інвестиційне середовище та його елементи.
4. Види фінансових інструментів.
5. Види фінансових посередників.
6. Інвестиційні інвестори та їх роль в сучасному світі.
7. Інвестиційні заощадження населення.
8. Фінансова-посередницька конкуренція
9. Як залежить структура посередництва у фінансовій сфері від типу фінансової системи країни?
10. Функції та їх види фінансового посередництва.
11. Інформаційний розподіл.
12. Вплив невизначеноств на інвестиційну діяльність.
13. Форми інформаційного посередництва.

ТЕМА 3. ІНСТИТУЦІЙНО-ПРАВОВІ ОСНОВИ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ

План вивчення теми:

- 3.1. Виникнення та еволюція інституту фінансового посередництва
- 3.2. Банк як суб'єкт фінансового посередництва
- 3.3. Договірні ощадні інститути: НПФ і компанії зі страхування життя
- 3.4. Інвестиційні посередники: інститути спільного інвестування

Рекомендована література: [12, с.392-425], [13, с. 542-599], [17, с.88-115], [27, с. 252-282]

Основні терміни і поняття: Учасники ринків фінансових послуг, Ринок капіталів, Фінансова установа, Державне регулювання ринків фінансових послуг, Кредитна установа, Саморегулювальна організація, Професійна таємниця.

3.1. Виникнення та еволюція інституту фінансового посередництва

Першою формою посередництва є інститут довірчого управління. Вони зароджуються разом з інститутом приватної власності в античні роки, доречі, перші правила керування капіталом було знайдено у роботах Солоні. Виникнення приватної власності посприяло виникненню посередництва.

З початку XII ст. в Англії набирає популярності така галузь діяльності як права довірчого управління. В статуті ордену Святого Франциска було затверджено, що дане товариство не мало права володіти майном, тому всі внески, які надходили задоволення потреб даної спілки передавались до ради опікунів, яка була створена з місцевого населення, а право використання цього майна мали ченці ордену. Від тоді було створено галузь англійського права, що мала чіткий регламент щодо довіреної особи і власника.

Необхідною умовою посередництва є накопичення багатства в всіх його формах та розмежування прав володіння власника та повіреного. Разом з розвитком кредиту та виникненням цінних паперів відбувається початок процесу накопичення багатства у фінансовій формі. В том же час виникає попит на такі послуги, як кваліфіковане керування капіталом.

Причинами зростання зацікавленості у таких послугах є:

- власник з великим трудом орієнтується в фінансових відносинах на ринку;
- існує порядок, за яким операції на даному ринку дозвіл до мають професійні учасники ринку.

Тобто становлення фінансового ринку спричинив створення такого інституту як посередництво. Саме у США даний процес відбувався у прискорених темпах.

Причинами цього є:

- 1) жвавий розвиток такої діяльності як підприємницька та ринків товару і фінансів;
- 2) існування добре розвинутого інституту довірчого управління.

3.2. Банк як суб'єкт фінансового посередництва

Будучи самостійними суб'єктами грошового ринку, банки виконують певні економічні функції, в яких конкретизується їх сутність та призначення. «У літературі, на жаль, найчастіше функції банків ототожнюються з їх певними напрямками чи видами діяльності, а то й просто з окремими операціями. Такий підхід до визначення функцій банків не правомірний, оскільки функція банку – більш складне, глибоке явище, ніж операція. Вона характеризує банк як абстрактну економічну структуру з макроекономічних позицій, з позицій її місця в економічній системі взагалі і впливу на все економічне середовище, в якому банк функціонує. Функція – це те, що властиве кожному банку постійно, незалежно від того, які конкретні операції він виконує в даний момент. Операція ж характеризує певний вид роботи банку тільки в даний момент і стосовно лише окремого економічного суб'єкта, тобто на мікрорівні»[12].

«Враховуючи викладене вище, можна зробити висновок, що банки виконують такі функції:

- трансформаційну;
- емісійну» [13].

«Трансформаційна функція банків зумовлена посередницькою місією банків взагалі і їх особливим місцем серед фінансових посередників зокрема. Полягає вона в зміні (трансформації) таких якісних характеристик грошових потоків, що проходять через банки, як рівень ризикованості, строковість, обсяги та просторове спрямування» [14].

«У зв'язку з цим можна виділити такі напрями цієї функції:

- трансформація ризиків;
- трансформація строків;
- трансформація обсягів;
- просторова трансформація» [13].

«Трансформація ризиків полягає в тому, що банки, діяльність яких пов'язана з високим ризиком, вживаючи відповідних заходів, можуть звести ці ризики для своїх вкладників та акціонерів до мінімуму. До таких заходів належать: диверсифікація активних операцій, створення резервів, диференціація процентних ставок залежно від ризикованості кредитів, страхування депозитів тощо. Завдяки цим заходам банки беруть на себе переважну частину ризиків непогашення позичок» [12].

«Трансформація строків означає, що, мобілізуючи значні обсяги короткострокових коштів і постійно поповнюючи їх, банки одержують

можливість деяку їх частину спрямовувати в довгострокові позички та інші довгострокові активи. Це вигідно не тільки банкам (вони одержують більш високий дохід), а й їхнім клієнтам. Позичальники одержують можливість профінансувати свої довгострокові проекти, а кредитори банків – одержати більший дохід за своїми вкладками в банках» [14].

«Трансформація обсягів капіталів виявляється в тому, що, мобілізуючи великі обсяги дрібних вкладів, банки дістають можливість акумулювати великі маси капіталу для реалізації масштабних проектів. Без банків ці кошти залишались би розпороченими, використовувалися б з низькою віддачею чи взагалі не використовувалися» [13].

«Просторова трансформація означає, що банки можуть акумулювати ресурси з багатьох регіонів і навіть з інших країн і спрямувати на фінансування проектів одного регіону, однієї країни, одного об'єкта. Таким чином розсуваються географічні межі грошового ринку, він перетворюється у міжнародний і світовий, що полегшує балансування попиту і пропозиції на грошовому ринку в будь-якому місці світового ринку» [13].

Коло операцій, що можуть виконувати найбільш універсальні банки, показано на рис. 3.1.



Рисунок 3.1 - Основні види операцій та послуг сучасного комерційного банку

«Емісійна функція банків полягає в тому, що тільки вони можуть створювати додаткові платіжні засоби і спрямовувати їх в оборот, збільшуючи пропозицію грошей, або ж вилучати їх з обороту, зменшуючи пропозицію грошей. Цю функцію виконує як центральний банк, емітуючи готівкові гроші, так і комерційні банки, емітуючи депозитні гроші через

механізм грошово-кредитного мультиплікатора. Свої функції комерційні банки реалізують через виконання певного набору операцій. Перелік операцій, які може здійснювати сучасний комерційний банк, змінюється залежно від країни та виду банку» [13].

Підсумовуючи вище сказане- зміст діяльності практично будь-якої комерційної кредитної установи виводиться до подвійного обміну фінансовими зобов'язаннями у формі різних фінансових інструментів: внесків, депозитів, кредитних угод, цінних паперів тощо.

3.3. Договірні ощадні інститути: НПФ і компанії зі страхування життя

Договірні ощадні інститути грають велику роль в накопиченні заощаджень інвестицій в довгостроковій перспективі. Вони спеціалізуються на проведенні в потрібний момент страхових та пенсійних виплат споживачам їхніх послуг. В перетворенні заощаджень на інвестиції вони займають проміжну позицію, проводячи діяльність з нагромадження ресурсів. Ті заощадження, що залишились в приватної особи мають довгострокове забезпечення, тобто їх власник не буде їх витратити в період найближчого майбутнього. Людина хоче перш за все мати забезпечену старість та у разі своєї смерті надати своїй сім'ї кошти. Саме через це існує попит на послуги таких інститутів як пенсійні та страхування. Такі послуги як страхування життя та недержавне пенсійне забезпечення мають дещо спільне, а саме: проводяться внески в продовж тривалого часу на рахунки даних інститутів та й вони зобов'язані сплатити раніше визначену суму у разі передбаченого договору випадка. Ці угоди мають довгостроковий характер і тому дані інститути мають можливість накопичувати великі обсяги пасивів в довгостроковому періоді і можуть стати інвесторами з метою отримати додаткового доходу.

Законом України “Про недержавне пенсійне забезпечення” передбачено різні варіанти організації недержавного пенсійного процесу.

Воно здійснюється за допомогою:

- ПФ, що укладають пенсійні договори;
- страхових компаній, що укладають контракти щодо страхування довічної пенсії;
- установ банку, що укладають контракти з відкриття депозитних рахунків щодо пенсії з метою накопичення пенсійних збережень.

Учасниками недержавного ПФ є ті, хто бере участь принаймні в одному з цих видів діяльності. Більш точно можна сказати, що це ті, на користь кого надходять пенсійні внески до ПФ, страхової організації чи на рахунок пенсійного депозиту до банківської установи на умовах та в порядку, що визначені в даних контрактах.

Недержавним ПФ є організація, яка не має за мету отримати прибуток, діяльність якої пов'язана з акумулюванням пенсійних внесків учасників та з

майбутнім керуванням їх активами та проведення виплат учасникам зазначеного фонду .

«ПФ поділяється на 3 види:

- корпоративний ПФ – недержавний ПФ, засновником є юридична особа, а учасниками – тільки фізичні особи, що мають у трудові відносини з роботодавцями-засновниками та роботодавцями - платниками цього фонду. Зазвичай це відбувається як відрахування з з/п;

- професійний ПФ– ПФ, засновниками якого можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців, об'єднання фізичних осіб, включаючи професійні спілки , або фізичні особи, пов'язані за родом їх професійної діяльності. А до учасників відносяться тільки фізичні особи, пов'язані за родом їх професійної діяльності, визначеної у статуті фонду.

- відкритий ПФ– недержавний ПФ, засновниками можуть бути будь-які юридичні особи, незалежно від їх громадянства та місця роботи» [12].

Фізичні особи не можуть бути засновниками ніякого виду пенсійного фонду.

Схему взаємодії засновників та учасників недержавного пенсійного фонду, адміністратора, компанії з управління активами та зберігача наведено на рис. 3.2.

Місією ПФ є проведення пенсійного забезпечення споживачів даної послуги, за допомогою контрактів, які укладаються між вкладником та пенсійним фондом. До вкладників відносять учасників або їхніх роботодавців, що роблять внески на користь учасників згідно з умовами визначеного контракту. Роботодавець, що є вкладником, який організував ПФ або проводить внески на користь своїх робітників до інших ПФ, повинен робити це за власний рахунок.

Встановлення розміру таких внесків наведено нижче:

- 1) однаковий процент, що нараховується з суми з/п працівника-учасника.

- 2) використання прогресивної шкали процентів, що нараховується в залежності від віку працівника або їх стажу роботи для кожної визначеної групи даних відсоток є однаковий.

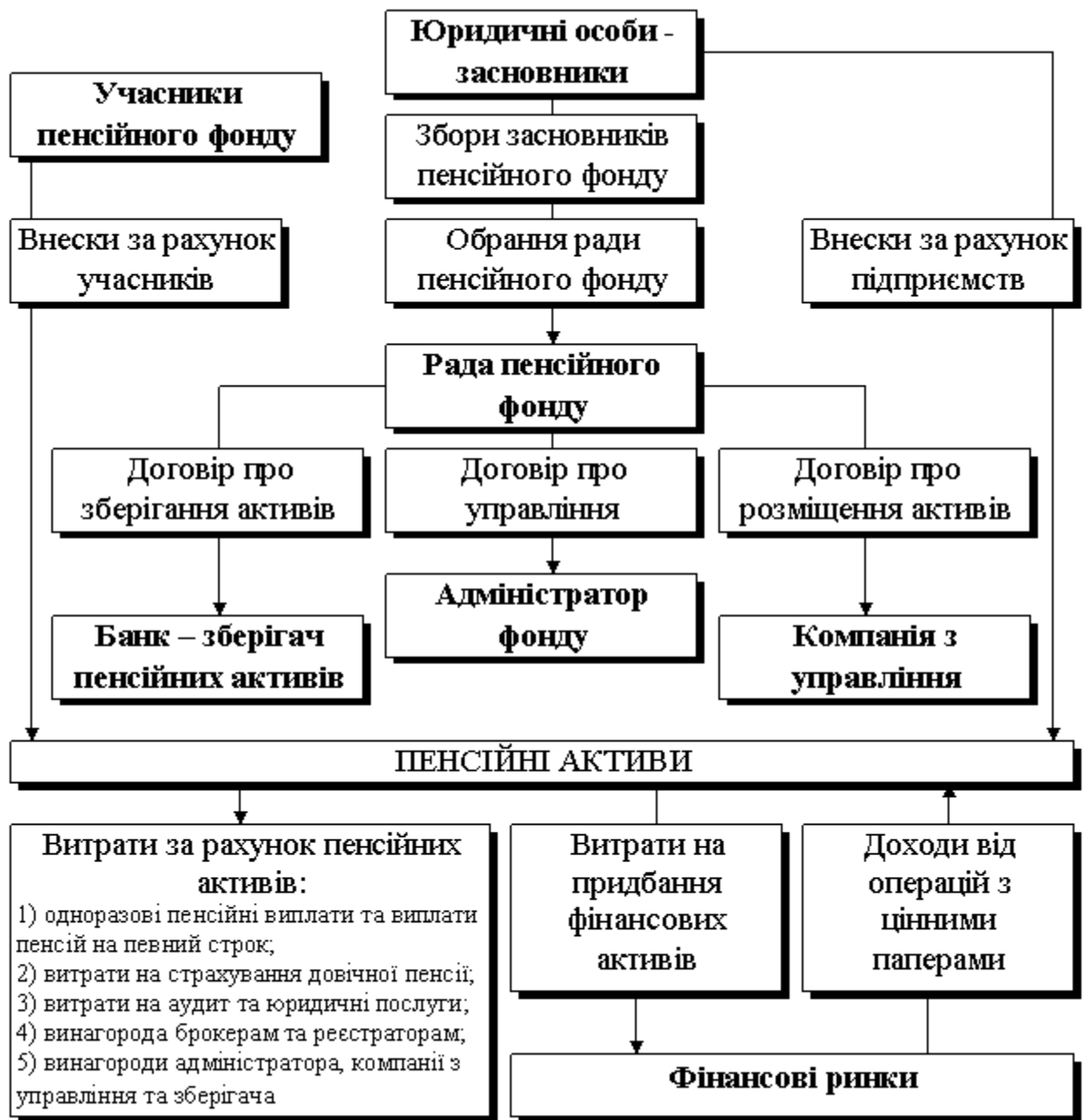


Рисунок 3.2 - Орієнтовний механізм функціонування недержавного пенсійного фонду

Особистих працівників в ПФ немає, є тільки рада даного фонду та адміністратор, що був призначений даною радою.

«В українських НПФ одержали розповсюдження як страхові, так і ощадні пенсійні схеми. У методичних цілях аналіз зручніше розпочати з останніх. У таких схемах платежі (внески, пенсії) не пов'язуються з ймовірностями їх виплат, тому немає необхідності застосовувати таблиці смертності й комутаційні числа, де аргументом є вік» [14].

«Розглянемо приклади розрахунку суми єдиного внеску і розмірів послідовних внесків до фонду на протязі низки років. Нехай необхідно визначити розміри премій, необхідні для забезпечення виплат

страхової пенсії. Пенсійні виплати, відкладені на n років, повинні скласти R тис. грн. на рік, пренумерандо. Строк виплат t років. На внесок нараховуються відсотки за ставкою i . Очевидно, що єдиноразовий внесок дорівнює сучасній вартості майбутніх виплат. Загальна формула для його розрахунку має вигляд» [14]:

$$E = A * v^{-n} \quad (3.1)$$

де v – дисконтний множник за ставкою i

$$v = 1+i \quad (3.2)$$

A – сума, накопичена на індивідуальному рахунку учасника фонду на початок виплат пенсії

$$A = R[1-(1+i)^{-t}]/i \quad (3.3)$$

Нехай ці дані представлені наступними значеннями:

n	R	t	i
20	10	15	0,09

Таким чином, виплати представляють собою відкладену на 20 років, річну фінансову ренту, розмір якої дорівнює 10 тис. грн.

$$v = 1+0,09 = 1,09$$

$$A = 10000 \text{ грн.} \times [1-(1+0,09)^{-15}]/0,09 \times 1,09 = 87861,5 \text{ грн.}$$

$$E = 87861 * 1,09^{-20} = 15677 \text{ грн.}$$

Таким чином, аби одержати бажаний розмір пенсії через 20 років, необхідно на сплатити внесок у розмірі 15677 грн.

Рішення можна проілюструвати наступним графіком (рис. 3.3):

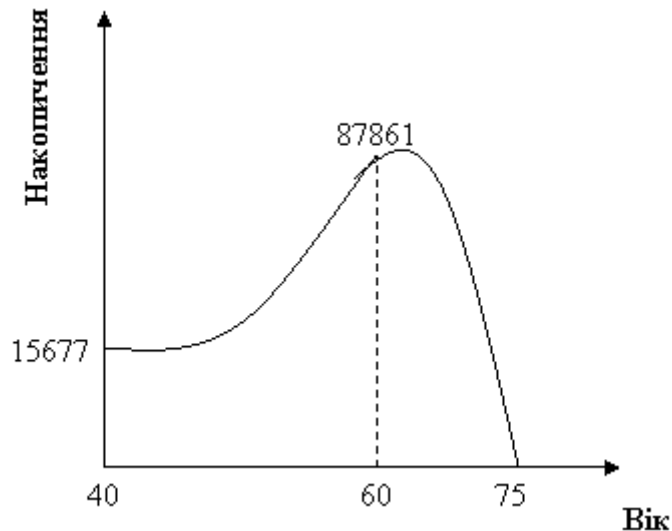


Рисунок 3.3 - Накопичення і сплата пенсії

«Для розрахунку премій, вочевидь, слід застосовувати формули, що визначають сучасну вартість ренти, якщо премія сплачується єдино разовим внеском, або розміри членів обмежених постійних рент, якщо премії сплачуються в розстрочку»[14].

Страховання життя є досить розповсюдженим явищем серед країн, що мають ринкову економіку. І через особливості в такому виді страхування, дані компанії не можуть проводити інші види страхування окрім цього.

В Україні страхування життя може включати в себе саме страхування життя, змішані види, та страхування додаткової пенсії. До страхового випадку відносять смерть застрахованої особи, досягнення особою, яка є застрахованою відповідного віку, створення шлюбу, і тд.

Щоб страхові зобов'язання були виконані для цього страховій компанії потрібно якість забезпечення. Таким забезпеченням можуть бути сформовані спеціальні резерви, що формуються за допомогою надходжень страхових внесків, доходів, і отримання доходів від інвестицій. Облік резервів створюється і ведеться за допомогою:

- зобов'язань на довгий період за страховими виплатами;
- повсякденних виплат сум страхування.

Податок не накладається на премії страхових компаній тільки тоді, коли видом страхування є страхування життя і за предмет договору було взято смерть застрахованої особи, дожиття до моменту закінчення договору або дожиття до віку, який є визначений договором.

До зобов'язань страхової компанії також відносять гарантії щодо мінімального розміру пенсії та інвестиційного доходу. Тобто особа, яка є застрахованою має право щоб отримати незмінну суму доходу, що є додатковим. Саме це і є головною відмінністю від недержавного ПФ, що не може встановлювати мінімальний розмір.

3.4. Інвестиційні посередники: інститути спільного інвестування

Складним моментом для інститутів спільного інвестування в нашій державі стало явище масової приватизації підприємств, які належали державі і їх трансформація на ВАТ та продаж їх акцій за допомогою аукціону, що відбувалося у 1995–1996 рр. Інвестиційні фонди закритого типу та взаємних фондів вже на той час було більше половини. Розвиток фондів не можна сказати, що відбувався належним чином, як він повинен. Це відбувалося за рахунок спроб використати ці фонди для того, щоб приймати участь приватизації.

Інститутом спільного інвестування – відносяться до інвестиційних фондів, що накопичують кошти інвесторів, для того, щоб отримати дохід за вклади їх у цінні папери.

В залежності від діяльності інституту спільного інвестування може бути:

- відкритим типом, якщо він може взяти на себе зобов'язання проводити у будь-який час на прохання інвесторів викуп тих цінних паперів, що емітовані цим інститутом спільного інвестування ;

- «інтервальним типом, якщо він може брати на себе зобов'язання проводити на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим інститутом спільного інвестування впродовж відзначеного в проспекті емісії строку, проте не рідше одного разу на рік» [13]

- «закритим типом, якщо йому не потрібно брати на себе зобов'язань пов'язаних з викупом цінних паперів, емітованих цим інститутом спільного інвестування до моменту його реорганізації або ліквідації» [13].

Ще однією різновидністю інституту спільного інвестування є його відношення до строків:

1. Строковий називають той, що створюється навідзначений строк, відповідно проспекту емісії, та за завершенням його даний інститут перестає існувати

2. Безстроковим є той, що створюється на невизначений строк.

«ІСІ бувають диверсифікованого, недиверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного виду» [13].

Диверсифікований ІСІ поивенен відповідати таким вимогам:

- 1) один емітент має можливість мати не більше 10% цінних паперів від всієї кількості цінних паперів, що були випущені ним;

- 2) сума активів ІСІ, яка не є більшою ніж 5% від загального випуску цінних паперів, не повинна перевищувати 40% суму чистих активів на момент купівлі;

- 3) «не менш як 80 % всієї вартості активів ІСІ відображають кошти, в тому числі на банківських депозитних рахунках, ощадні сертифікати, банківські метали, облігації підприємств та облігації місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі» [13].

Інвестиційними фондами спеціалізованих ІСІ є:

- 1) фонди ринку грошей;

- 2) фонди цінних паперів, що належать державі;

- 3) облігаційні фонди;

- 4) фонди акцій;

- 5) фонди щодо металів банку.

ІСІ є кваліфікаційним, якщо метою його інвестиційної діяльності є вкладання коштів тільки в один із видів кваліфікаційних класів.

«Такими класами активів є :

- 1) об'єднаний клас ЦП;

- 2) клас нерухомості;

- 3) клас рентних активів;

- 4) клас кредитних активів;

- 5) клас біржових товарних активів;

- 6) інші класи активів» [13].

Інститути, що не відповідають вище перерахованим вимогам є недиверсифікованими.

Корпоративний інвестиційний фонд (КІФ) – це інститут спільного інвестування, який сформований у вигляді ПАТ і робить свою діяльність тільки із спільного інвестування.

Засновниками КІФ не можуть бути такі юридичні особи, у яких відсоток від держави або місцевих органів мається більше ніж 25%.

Пайовий інвестиційний фонд (ПІФ) є активами, які є у розпорядженні інвесторів на правах суспільної часткової власності та знаходяться під керівництвом (КУА) і облік проводиться незалежно від її результатів діяльності. Мінімальна кількість активів ПІФ не повинні бути меншими за розмір початкового статутного капіталу КІФ.

ПІФ формується за ініціативою КУА за допомогою купівлі інвесторами інвестиційних сертифікатів, що піддались емісії.

«Щоб сформувати ПІФ, КУА повинна розробити та зареєструвати в НКЦПФР регламент інвестиційного фонду, підписати договори з аудитором, зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі інституту суспільного інвестування та провести відкриту підписку на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення» [13].

Забороняється проведення діяльності з іншими професійними учасниками ринку, у окремих випадках можливо, якщо це не забороняється законом.

КУА може бути представлена юридичною особою. Воно представляє собою діяльність суть якої полягає в управлінні активами ІСІ тільки з отриманою Державною комісією щодо цінних паперів та фондового ринку ліцензією і виконує тільки цю діяльність.

Частка держави в статутному фонді КУА не може бути більшою ніж 10 %.

Також забороняється об'єднання діяльності з іншими професійними учасниками ринку.

Перелік питань для самоконтролю:

1. Що є передумовою створення інституту довірчого управління та суть даного інституту
2. Недержавні ПІФ, їх суть та предмет діяльності.
3. Що є особливостями інвестиційної діяльності недержавних ПІФ?
4. Страхування життя, їх суть та предмет діяльності.
5. Як в страхуванні життя поєднуються два аспекти такі, як: страховий та інвестиційний?
6. Що розуміється під спільним інвестуванням?
7. Структура ІСІ.

ТЕМА 4. ОРГАНІЗАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ТА ВИБІР ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ

План вивчення теми:

- 4.1 Теоретичні основи портфельного інвестування.
- 4.2 Інвестиційна політика, що базується на придбанні акцій (на прикладі інвестиційних фондів)
- 4.3 Інвестиційна політика, що базується на придбанні облігацій
- 4.4 Інвестиційна політика, що базується на придбанні інструментів грошового ринку

Рекомендована література: [12, с.63-95], [17, с.117-152], [25, с. 77-93]

4.1. Теоретичні основи портфельного інвестування

За інвестиційним процесом розуміють вирішення інвестором об'єкту, обсягу та строків інвестування. Він виражається через 5 етапів, які повинні бути послідовними. До етапів відносять:

- 1) селекція політики щодо інвестування;
- 2) аналізування цінних паперів;
- 3) створення портфеля цінних паперів;
- 4) перевірка портфеля цінних паперів;
- 5) перевірка на ефективність портфеля цінних паперів.

Процес формування інвестиційного портфеля здійснюється за наступними основними етапами (рис. 4.1).

Щодо першого етапу, то тут має місце визначенню головних принципів політики щодо інвестування. Незалежно від типу фінансового посередника все одно при формуванні даної політики потрібно враховувати та розуміти настанови законодавства. Щодо вимог складу активів посередників фінансового типу, то він може зробити селекцію фінансових інструментів, що найкраще відповідає даним вимогам в його розумінні. Також щоб обрати політику щодо інвестицій потрібно виконувати всі урахування інвестиційної декларації.

За інвестиційну декларацію приймають документ, який включає в себе головні шляхи та обмеження діяльності щодо інвестицій, відомості щодо об'єкту до якого надходять інвестиції, вимоги щодо доходів та ліквідності.

Другий етап представляється аналізуванням менеджментом відповідних категорій цінних паперів, що були затверджені принципами інвестиційної політики. Результативністю цього є рівень привабливості цінних паперів для інвестора. Далі відбувається прогнозування можливого доходу і зазначається список об'єктів, в які можна інвестувати.

Щодо третього етапу, то тут за рахунок зроблених висновків щодо привабливості інвестиційної діяльності, менеджером по інвестиціям

затверджується рішення щодо купівлі цінних паперів. Далі запланована купівля повинна узгоджуватись з структурою активів і вже після прийняття такого рішення, відбувається звертання до брокера, щоб він виконав дану операцію.

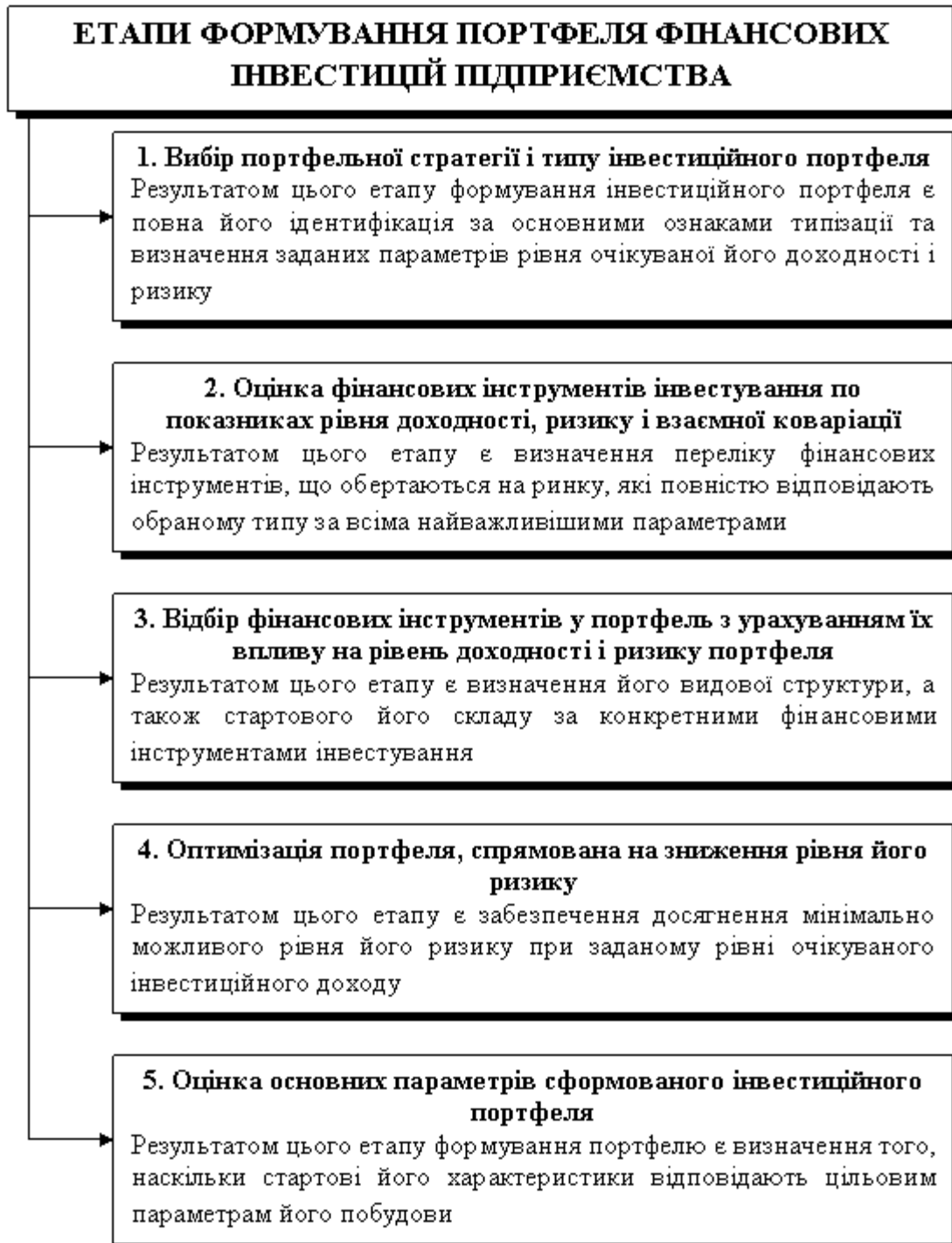


Рисунок 4.1 - Основні етапи формування портфеля фінансових інвестицій приінвестиційному процесі

На наступному етапі за рахунок нестабільності ринку та зміни інвестиційних вподобань клієнтів відбувається продаж цінних паперів для

того щоб купити інші, які є більш привабливими. Це називається оптимізація інвестиційного портфеля.

На останньому етапі відбувається періодична оцінка щодо доходу від інвестиційна їх ризиків. Дохідність порівнюється між інвестиційним портфелем та еталонним портфелем. При не ефективному керівництві інвестиційним портфелем, органами управління посередників фінансового типу приймається рішення щодо відмови від послуг осіб, що проводять інвестиційне керування.

Приклад структурування портфеля за видами фінансових інструментів інвестування наведений в таблиці 4.1.

Таблиця 4.1 - Альтернативна структура портфеля за видами фінансових інструментів, %

Види фінансових інструментів	Тип портфеля		
	Консервативний	Помірний (компромісний)	Агресивний (спекулятивний)
Державні короткострокові облігації	45	30	-
Державні довгострокові облігації	35	25	15
Довгострокові облігації підприємств	15	25	35
Прості акції	5	20	50
Всього	100	100	100

Даний менеджмент представляє собою управлінську структуру, яка має різні форми щодо організації та які затверджені вимогами законодавства.

В установах банків та компаніях, які займаються страховою діяльністю керівництво інвестиціями, зазвичай, відбувається за допомогою функціонального підрозділу цього ж фінансового інституту. Інвестиційне управління ПФ та інвестиційних фондів майже завжди відбувається на принципах, що представляють собою фізичне відокремлення активів даних фондів від структур, що керують та зберігають їх. Недержавні ПФ та інвестиційні, можуть проводити тільки управління зовнішнього типу, що проводиться спеціалізованими компаніями.

Проте є також третій варіант керування інвестиціями, що представляє собою поєднання зовнішнього та внутрішнього управління.

Функціями інвестиційного менеджменту є повна організація всіх етапів процесу щодо інвестицій, які були вказані раніше.

Як вже було сказано на першому етапі формується політика щодо інвестування, що включає в себе:

- детермінація цілей інвестування;
- структурування портфеля інвестицій щодо типів вкладень;
- методику аналізування інвестицій.

До числа основних факторів, які негативно впливають на рівень доходності фінансових інструментів інвестування, відносяться наступні» [5] (рис. 4.2):

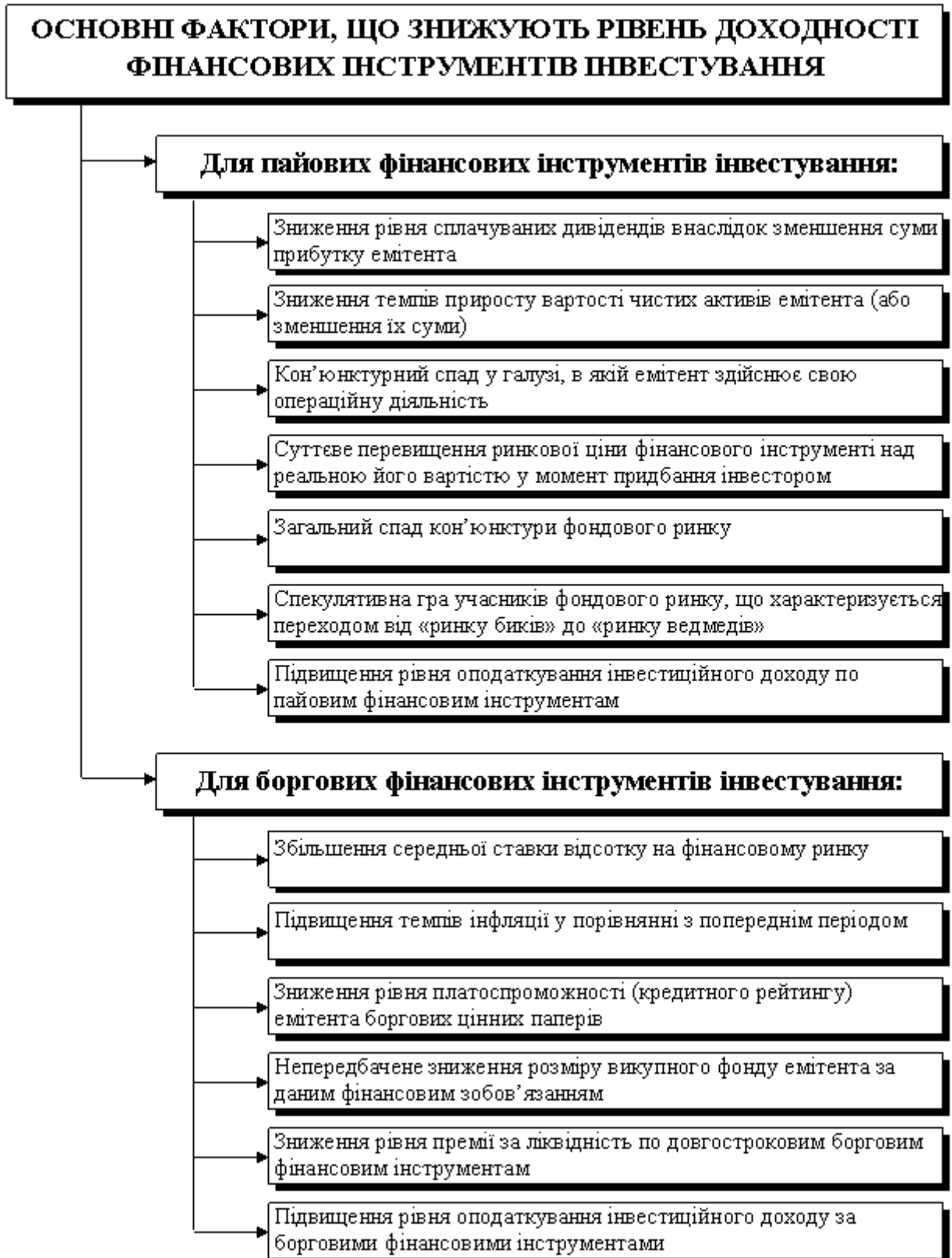


Рисунок 4.2 - Склад основних факторів, що знижують рівень доходності фінансових інструментів інвестування

«Управління інвестиційними грошовими потоками пов'язано не лише з формуванням, але й з постійною оперативною реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій» [5].

«Під оперативним управлінням реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій розуміють обґрунтування і реалізацію управлінських рішень, що забезпечують підтримання цільової інвестиційної спрямованості сформованого портфеля за параметрами його доходності, ризику і ліквідності шляхом ротації окремих його інструментів»[5].

«У процесі оперативного управління реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій основну увагу має бути приділено виявленню динаміки факторів, які впливають на зниження рівня доходності, ризику і ліквідності фінансових інструментів, які входять до складу портфеля підприємства. «Теорія оперативного управління портфелем фінансових інструментів інвестування виділяє два принципових підходи до здійснення цього управління – пасивний та активний. Ці підходи розрізняються як задачами, так і методами оперативного управління портфелем» [5].

«Пасивний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «слідування у фарватері ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій має чітко відображати тенденції кон'юнктури фондового ринку. Послідовники цього підходу вважають, що ефективність портфеля на 90% забезпечується структурою видів фінансових інструментів і лише на 10% – конкретними їх різновидами у рамках окремих видів. В найбільшій мірі пасивний підхід відображає менталітет формування консервативного типу портфеля» [5].

«Активний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «випередження ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій має базуватися на прогностичних розрахунках ринкової кон'юнктури, а не відображати поточну її динаміку. Активний метод передбачає також глибоку індивідуалізацію методів прогнозування кон'юнктури фондового ринку, заснованого переважно на фундаментальному його аналізі. В найбільшій мірі активний підхід до управління портфелем відображає менталітет агресивного його формування» [5].

Цілями інвестування є зобов'язання, що були взяті посередником фінансового типу перед інвесторами. В процесі визначення цілей посередник повинен також визначити ризики, так як від них залежить обсяг дохідності.

Беручи до уваги прийняті зобов'язання та визначенні законодавством обмеження посередник обирає види інструментів фінансів, що будуть входити до інвестиційного портфелю. Також політика інвестування повинна мати тактику інвестиційного менеджменту. Спільним принципом для всіх посередників є диверсифікація, що представляє собою різні комбінації елементів портфеля інвестицій, що знижує ризики при необхідному рівні дохідності. Юридичне рішення диверсифікації зазвичай є примусу сою так к,

якщо вимоги законодавства, які були визначенні невиконані, то в такому разі застосовують санкції.

Метою створення політики інвестування є максимізація дохідності від даної діяльності та збереження капіталу, що був вкладений. Можуть бути різні форми політики інвестування, що залежать від: розмірів дохідності, термінів отримання та джерел його формування, що сприяє створенню портфель інвестицій посередників.

Вся політика інвестування функціонує для того, щоб інвестор отримав дохід. Але найголовнішим в цьому є коли будуть доходи отримані та їх розміри. Зрозуміло, що найбільш високі доходи отримуються з ризикових інвестицій. Тобто політика інвестування класифікується також за рівнем ризику.

За такою класифікацією виділяють:

- Консервативну політику інвестування, що представляє собою вибір найнадійніших об'єктів інвестування. До характерних ознак цього виду відносять невеликі ризики і тому також мала дохідність.
- Агресивну політику, що пояснюється селекцією досить ризикових об'єктів, що може принести високу дохідність. Проте є така можливість втратити свої кошти взагалі.
- Помірну інвестиційну політику.

Від терміну виплати доходу можна визначити такі види: політика максимізації капіталу інвесторів і політика максимізації поточного доходу інвесторів. На практиці вони доповнюють одна одну. Посередники метою яких є збільшення капіталу, не займаються торгівлю цінними паперами, проте мають у володінні інструменти фінансів, якими користуються тривалий час.

А ті посередники, що хочуть примножити дохід в найближчі строки беруть участь в такому виді діяльності як продаж та купівля акцій чи облігацій.

І ще однією класифікацією є щодо структури активів, яка всвою чергу поділяється на :

- 1) акції;
- 2) облігації;
- 3) інструменти ринку грошей.

4.2. Інвестиційна політика, що базується на придбанні акцій(на прикладі інвестиційних фондів)

В межах даної політики інвестування формуються портфелі різних фондів щодо інвестицій, які мають різні види співвідношення доходу та ризику.

До таких відносять фонди:

- агресивного зростання. Метою є отримання високих доходів за короткий період; активи створюються з акцій, що мають швидке зростання, з метою їх перепродажу; дивіденди є невеликим;
- зростання. Метою є отримання стабільних доходів в довгому періоді; активи створюються з акцій, які мають можливість збільшення ціни в довгостроковому періоді; дивіденди є невеликі; не передбачають продаж активів за тимчасового збільшення вартості цінних паперів;
- зростання та доходу. Метою є отримання достатньо високих доходів в довгому періоді ; активи створюються з акцій “блакитних фішок” та облігацій або привілейованих акцій з досить великими фіксованими доходами; отримують дивіденди;
- дохідних акцій – великі поточні доходи, які отримуються за допомогою за вкладів у високодивідендні акції;
- міжнародні. Метою є отримання великих доходів в середньостроковому періоді ; активи створюються з акцій компаній, що є іноземними за рахунок довгострокового збільшення та облігацій інших країн з порівняно високими процентними доходами; функціонує на принципах, притаманних фондам зростання;
- «галузеві фонди. Метою є отримання великих доходів за допомогою вкладень у підприємства конкретної галузі; активи створюються з акцій та інших цінних паперів підприємств вибраної галузі; фармацевтичні компанії, нові медичні технології» [14];
- «збалансовані фонди. Метою є отримання помірно великих доходів в довгому періоді; активи створюються з акцій та облігацій, за мету також приймають зменшення ризиків з поєднанням поточного доходу; до принципів відносять стабільне співвідношення між акціями та облігаціями» [14];
- фонди змінного доходу. Метою яких є забезпечення великих поточних доходів, активно виконують купівлю-продаж цінних паперів з метою отримання доходу від цього;
- індексні фонди – функціонують як на біржових, так і на корпоративних індексах. Дані фонди є закритими. При аналізуванні їх було визначено, що при вкладанні до пів року можна втратити гроші. А при вкладанні на рік і більше прибуток обертається на позитивну змінну.

4.3. Інвестиційна політика, що базується на придбанні облігацій

Фондами, які пов'язані з облігаціями є:

- державні фонди цінних паперів . Метою яких є збереження коштів вкладників та отримання надійних доходів; управлінні облігацій, які є державними і їх коштовність змінюється при зміні ринкової відсоткової ставки, одержання доходів від продажу облігацій або реінвестування в інші ;

- корпоративні облігаційні фонди. Метою яких є одержання достатньо великих доходів; активи створюються з довгострокових або короткострокових облігацій; управління корпоративними облігаціями, коштовність яких змінюється за змін ринкової відсоткової ставки, одержання доходів від продажу облігацій або реінвестування в інші ;
- іноземні облігаційні фонди. Метою яких є одержання великих доходів; активи створюються зазвичай з облігацій іноземних держав, за якими сплачуються досить високі проценти; в даному виді політка є ризикованою, бо пов'язана з валютними ризиками;
- високодохідні облігаційні фонди. Метою яких є одержання супер великих доходів за допомогою вкладення коштів у ризиковані облігації.

4.4. Інвестиційна політика, що базується на придбанні інструментів грошового ринку

Фонд ринку грошей пов'язує свою діяльність з купівлі інструментів ринку грошей. Дані фонди функціонують щоб одержати дохід у короткий термін з надійних джерел.

Крім того, що дані інститути повинні приділяти увагу тим факторам, що впливають на вибір клієнтів щодо агента, також повинні досить велику увагу приділяти аналізуванню рівня та структури заощаджень населення, що є головним джерелом для таких інститутів.

Звідси – різні цілі інвестування в різних вікових групах (табл. 4.2).

Таблиця 4.2 – Стадії життєвого циклу та форми інвестиційної політики

Мета	Стадія життєвого циклу	Акції	Облігації	Інструменти грошового ринку
Максимальне зростання	Початок кар'єри	80–100	0–10	0–10
Зростання	Середина кар'єри	70–80	10–20	5–10
Помірне зростання	Кінець кар'єри	60–70	15–25	5–20
Зростання дохід	Вихід на пенсію	50–60	15–30	10–20
Дохід	Пенсія	15–50	40–75	10–35

Політика інвестування є вторинною щодо їхніх цілей, так як посередники фінансового типу мають зобов'язання стосовно побажань інвесторів. Різноманітність цілей є причиною вибору різноманітних інструментів. Те, наскільки послуги посередників фінансового типу мають можливість задовільнити інвесторів визначає попит на ці послуги. До цілей інвестування кожного інвестора можна віднести такі: об'єктивні характеристики та психологічні схильності. Вікова структура клієнтів є досить важливою, з віком інвестори можуть змінити свої інвестиційні

пріоритети. Зазвичай молоді інвестори не бояться ризику і прагнуть більше заробити, так як мають невеликі заощадження. Якщо все ж таки він втратить свої кошти він має і можливості, щоб їх відновити, так як в його арсеналі ще є час і працездатність для цього. Чим старше інвестор, тим його пріоритети змінюються, так як відновити свої заощадження вже не так можливо, недостатньо часу.

Молоді інвестори прагнуть примножити свій капітал, ніж виплати по дивідендам. Вони можуть вкладати гроші до портфельних інвестицій, що представляють собою спекулятивні акції та акції компаній, які мають швидкий розвиток, конвертованих облигацій та похідних інструментів фінансів. Менш ризикованою політикою інвестування цікавляться люди середнього та передпенсійного віку. Зазвичай вони мають акції відомих компаній, з високим дивідендами або ж привілейовані акції. І вже у пенсійному віці їхня політика спрямована на збереження капіталу і створення великого поточного доходу. Їхній інвестиційний портфель складається акцій відомих компаній, які виплачують регулярно дивіденди, державних цінних паперів корпоративних облигацій, які мають високий рейтинг щодо інвестицій.

Питання для самоперевірки

1. Основні етапи інвестиційного процесу та їх зміст.
2. Вибір інвестиційної політики.
3. Формування та перегляд портфеля цінних паперів.
4. Оцінка ефективності портфеля цінних паперів.
5. Інвестиційний менеджмент як процес управління та управлінська структура.
6. Загальні принципи інвестиційної політики: диверсифікація та ліквідність.
7. Класифікація інвестиційної політики за інвестиційними цілями.
8. Вплив на вибір інвестиційної політики інвестиційної стратегії життєвого циклу індивідуальних інвесторів.
9. Вибір інвестиційної політики в контексті очікуваної дохідності та ризику фінансових інвестицій.

ТЕМА 5. АНАЛІЗ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ЯК ЕТАП ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ

План вивчення теми

- 5.1. Оцінка ефективності управління інвестиційним портфелем.
- 5.2. Результати діяльності фінансових посередників

Рекомендована література: [10], [12, с.255-286], [13, с. 327-360], [17, с.154-182], [24, с.223-263]

5.1. Оцінка ефективності управління інвестиційним портфелем.

Отже, друга стадія інвестиційного процесу полягає у здійсненні розгляду дорогоцінних документів як об'єктів інвестування. Під процесом здійснення розгляду дорогоцінних паперів мається на увазі встановлення важливих, згідно думки інвестора, окремих характеристик економічних активів, їх груп а також ринку в цілому (наприклад таких як ступінь властивого їм ризику та прогнозованої прибутковості) з ціллю підготовки відповідних даних, які необхідні для здійснення управління портфелем дорогоцінних паперів. Таким чином, відповідно до обраної інвестиційної політики, менеджерам які займаються інвестиціями їм потрібно з'єднати портфель дорогоцінних документів, який відповідно б до власних характеристик відповідав би загальноприйнятому для їхніх покупців співвідношенню ризику та дохідності.

Розвиток подібних портфельів здатний досягатись внаслідок застосування різних технологій, які ще можуть називатись інвестиційними стратегіями, тактиками а також системами.

Отже, у практиці інвестиційної роботи як правило розрізняють неактивний менеджмент та активний (тобто неактивне та активне керівництво вкладками), серед яких відмінність обумовлюється більшою мірою сприянням менеджерами заходів продуктивності ринку.

Таким чином, новітньою економічною наукою *припущення про продуктивність ринку* тлумачиться як прояв, який ґрунтується на гіпотезі про наявність відповідності між майбутніми прибутками, яка розрахована здібними та добре інформованими аналітиками та між курсом будь-якого дорогоцінного документа, який по суті сформувався, а також його інвестиційної ціни (яка може розглядатись в ролі ідентичної його достовірної вартості), яка має на увазі ціну документа в цей період з урахуванням перспективи ступеня вартості попиту на нього. Таким чином, відповідно до цього, *абсолютно ефективний ринок* може бути конкретно таким, де вартість за будь-який дорогоцінний документ завжди буде однаковим його інвестиційної вартості, тобто в такому випадку вся значна інформація про ринок буде моментально відобразатись в цінах на ринку.

Так як у базу гіпотези про продуктивність ринку покладено принцип

про те, що результативність ринку (у цінових значеннях) безпосередньо залежить від того, якою мірою вартість будь-якого дорогоцінного документа відображає всю допустиму інформацію, яка пов'язана зі значенням його інвестиційної вартості, тобто в такому випадку також об'єктивним буде таке визначення: ринок вважається результативним у відповідності до конкретних даних, в разі якщо, застосовуючи ці дані, не можна було здійснити дозвіл про придбання або реалізацію дорогоцінних документів, що б дозволило отримати дохід, який відрізняється від нормального(надприбуток)

Отже, безпосередньо кількість інформації в ринкових цінах, вважається аспектом, згідно якого реалізують градацію рівня продуктивності ринку. Акцентують 3 рівня продуктивності ринку – сильний, середній та слабкий. Таким чином *сильна* продуктивність ринку визначається за умови відбиття у вартості дорогоцінного документа всіх даних, незалежно від того, чи є ці відомості індивідуальні або загальнодоступні. За *середньою* продуктивністю ринку пов'язуєть з відображенням у вартості дорогоцінних документів усієї громадсько-доступних даних. І нарешті, продуктивність ринку визначається *слабкою* за умови відображення у вартості дорогоцінного документа вміщається тільки відомості про курси дорогоцінних документів, а також інші статистичні відомості згідно операцій на ринках за попередні етапи.

Безумовно, ймовірність існування потужного ступеня продуктивності ринку вважається тільки гіпотетичною, але в практиці навіть найрозвинутіші у західних країнах фінансові ринки у найкращому разі визначаються як помірно результативні, але все ж таки більша частина експертів у сфері інвестиційного менеджменту згодна вважати їх слабоефективними. Але ринки держав з перехідною економікою(як ринок України), в яких як правило курси дорогоцінних документів ніяк не поєднуються з їх інвестиційною вартістю, якою необхідно йменувати *ірраціональними* або *неефективними*.

5.2. Результати діяльності фінансових посередників

Отже, встановлення характеристик дорогоцінних документів в першу чергу зводиться до аналізу можливих ризиків а також до прогнозованих дохідностей дорогоцінних документів. До цього ж встановлення зазначених даних здатний реалізувати із використанням різноманітних аналітичних способів а також із застосуванням різноманітної інформаційної основи.

Таким чином, частка аналітиків, схиляються до думки, що курс дорогоцінних документів обумовлюється меншою мірою – станом належної економіки та сфери і цілому та більшою мірою станом справ емітента, а ось основну увагу приділяють вивченню даних про фінансовий стан, а також підсумків діяльності емітентів дорогоцінних документів, не нехтуючи зокрема статистичну та аналітичну інформацію, яка відноситься до

загальноринкової та галузевої кон'юнктури.

Фундаментальний підхід – це відповідна спрямованість фінансового аналізу, яка націлена на виявлення фундаментальних умов впливу на курс дорогоцінних паперів. Тобто інакше кажучи, дана спрямованість фінансового аналізу отримала подібне найменування, тому що його прихильники вважають цей курс дорогоцінних документів відображенням стану галузей та справ їх емітентів, до економіки в цілому, а також до яких вони належать.

Інакша категорія аналітиків реалізовує вивчення тільки внутрішньої статистичної інформації на ринку фондових операцій, в першу чергу, те що відноситься до обсягу продаж на біржах, а також рівня курсу дорогоцінних документів. Таким чином, подібних аналітиків називають технічними, але спрямованість фінансового аналізу, якого вони мають слідувати, відповідно до технічного аналізу. Застосування фрази «технічний» у цьому випадку означає технічне дослідження самого ринку, але ніяк не зовнішніх чинників, прояви яких і формують його зміни в динаміці.

Отже, використовуючи цей інструмент, прихильники технічного аналізу намагаються передбачити переміщення курсів дорогоцінних документів, і на основі цього створити поради стосовно раціонального часу укладання різних угод згідно їх компаній чи окремих фондових інструментів чи взагалі в цілому ринку.

Таким чином, найчастіше законодавчі акти у багатьох державах включають норми, що встановлюють лише єдині обмеження у виборі можливих об'єктів інвестування грошей фінансовими посередниками, які встановлюють, що такими можуть бути окремі різновиди матеріальних та фінансових активів(наприклад цінні сплави або нерухомість).

Одночасно в період практики для формування інвестиційних портфелів фінансові посередники як правило застосовують лише тільки конкретні групи фінансових інструментів, найбільш поширеними з яких, вважаються окремі різновиди акцій та боргових дорогоцінних документів, які в свою чергу мають досить великий діапазон інвестиційних властивостей, які здатні догодити вимогам різних груп інвесторів з різними інвестиційними вподобаннями.

Невизначеність ціни капіталовкладення у завершенні конкретного періоду, про обставини якої розповідалось вище, ніяк не дає можливості зробити однозначний розрахунок значення її продуктивності. Лише тільки при невизначеності та відсутності (тобто коли прихід конкретної події являється достовірним) вкладник має можливість створювати загальною кількістю, яка буде характеризувати ціну капіталовкладення при завершенні етапу. Адже присутність подібних чисел породжує проблему вибору показника, що б дозволив узагальнити ситуацію стосовно головної тенденції розподілу прибутку.

Отже, у теорії статистики та ймовірності можуть застосовуватись

різноманітні величини для визначення можливих результатів. Таким чином, для вибору найбільш можливого з усіх можливих значень кінцевої величини, (наприклад як вартість інвестицій), застосовується показник, який називається **мода**. А ось іншою ознакою встановлення ймовірного результату є **медіана**, яка розраховується так само як розмір(величина), середня відповідно до крайніх значень можливих результатів (наприклад мовою статистики, медіана вважається середнім значенням варіаційного ряду, тобто являється величиною, яка розташовується рівновіддалено від мінімального та максимального значення).

Можна наголосити, що велечини які були зазначені,мають дуже істотне значення в оцінці інвестицій,однак, виконуючи на практиці фінансовий аналіз, перевагу надають використанню показника *середньозважена арифметична(або математичне очікування)*, яку в інвестиційному менеджменті найчастіше називають очікуваноюприбутковістю. Таким чином, на відміну від медіани та моди, їх значення можуть встановлюватись індивідуальними підсумками, до уваги береться у розрахунку математичного очікування не тільки можливість настання будь-якого з них, але ще й абсолютні значення вірогідних результатів.

У випадку якщо величина “математичне очікування” цілком відповідає розумінню кількісної оцінки прибутковості інвестицій з боку пересічного інвестора,тоді в такому випадку підсвідоме розуміння ризику, що асоціюється з імовірністю приходу негативних подій, вважається відмінним від змісту тієї величини, яка зазвичай застосовується для виміру рівня ризику, властивого фінансовому активу.

Таким чином, ризик фінансових активів обумовлюється так само як мінливість прибутковості, яка вимірюється сукупністю певних характеристик, використовуваними з числа яких є *середньоквадратичне (тобто стандартне) відхилення* а також *дисперсія (тобто варіація)* прогнозованого прибутку. Тобто беруть до уваги дані показники як додатні, так і від’ємні відхилення від прогнозованої прибутковості інвестицій, які зазвичай не відповідають традиційному розумінню ризику. Тобто через цю причину використання стандартного відхилення та дисперсії з метою виміру міриризиків піддається критиці. А ось іншим недоліком стандартного відхилення та дисперсії вважається їх байдужість до асиметрії розподілу відхилень від середнього значення прибутковості. Коефіцієнт напівваріації, який брав б до уваги тільки негативні значення відхилень, благополучно використовується з метою встановлення рівня ризику окремих активів, але можливості їх використання до до сукупності портфеля (активів) є обмеженими. Отже, такі властивості стандартного відхилення та дисперсії, як вміння правильно подати рівень ризику та легкість їх розрахунку, а також окремого портфеля та активу зокрема, призвели до того, що у теорії та практиці інвестиційного менеджменту застосування безпосередньо цих вимірників ризику стало домінувати.

При обґрунтуванні доцільності виконання фінансового аналізу, так само як правило, наводять 2 ключових аргументи:

1) з метою розвитку портфеля, що б відповідав би інвестиційним запитам вкладника, слід розуміти окремі характеристики дорогоцінних документів;

2) пов'язується зі сприйняттям ринку, який володіє невисоким рівнем продуктивності, а також, як наслідок, виправданості старань згідно пошуку невірно оцінених фінансових активів.

Таким чином, поділ підходів до виконання фінансового аналізу, має роль у сфері фінансових аналітиків, та пояснюється багато в чому протилежними поняттями про те, якими даними необхідно оперувати для оцінки майбутньої поведінки дорогоцінних документів.

Підсумками реалізації такої оцінки повинно бути виявлення ситуацій, за якими прогнозована прибутковість:

- розрахована найбільш чітко згідно порівняння з загальноновизначеними оцінками;
- досі не отримала відображення в ринковому курсі дорогоцінних документів, беручи до уваги вплив тих факторів, які були взяті до уваги в ході оцінювання;
- істотною мірою від загальноновизначеної думки.

Отже, у рамках ґрунтового аналізу застосовують 2 різних підходи, з метою розкриття неправильнооцінених дорогоцінних документів.

Перший підхід полягає у реалізації оцінки дорогоцінного документа шляхом встановлення його справжньої ціни або очікуваної прибутковості, а також зіставлення отриманих результатів із ринковою оцінкою цього дорогоцінного документа або дорогоцінного документа, який має подібні характеристики.

Основою для другого підходу вважається реалізація оцінки декількох або однієї фінансових змінних, які відносяться до окремого фінансового активу, загального стану економіки в цілому а також групи активів, та їх зіставленні з відомою загальною оцінкою. У випадку якщо аналіз аналітика значно відрізняється від оцінок інших аналітиків, тоді відштовхуючись від такої оцінки, можна очікувати, що прибутковість буде значно відрізнятися від звичайної в бік зменшення або збільшення.

Таким чином у будь-якому випадку прихильники ґрунтового аналізу з метою здійснення реалізації власник оцінок зобов'язані використовувати різноманітні якісні та кількісні показники фінансового стану а також результатів роботи емітентів дорогоцінних документів, економіки в цілому, окремих ринкових сегментів та галузей, застосовуючи фактичні відомості, так само як правило, згідно минулих 3–5 років.

Отже, з точки зору фінансового аналізу з метою прогнозування майбутніх курсів дорогоцінних документів, а також інших важливих характеристик, які мають всі шанси впливу на їх прогнозовану прибутковість

(рівні прибутків окремих підприємств та різноманітних галузей економіки, обсяги реалізації та обсяги ВВП), застосовуються 2 різних методи: *прогнозування “знизу-вверх” та прогнозування “зверху-вниз”*. У випадку використання методу прогнозування “знизу-вверх” на початку оцінюються можливості окремих компаній, а потім на основі такої оцінки реалізують прогнози для окремих підприємств та економіки в цілому.

У випадку використання методу прогнозування “зверху-вниз” фінансові аналітики спершу здійснюють прогнози для економіки в цілому, а потім вже для певних підприємств, та для спеціальних галузей.

Здійснення вибору бази для зіставлення – це один з найважливіших аспектів ґрунтового аналізу. Альтернатив для подібного вибору є досить велика кількість, проте найчастіше здійснюються такі зіставлення:

- з визначенням їх динаміки (тобто коефіцієнтів у часі);
- з абсолютнимистандартами;
- з коефіцієнтами “середньої” фірми тієї самої галузі або, як підваріант, з показниками групи “базових” фірм(бенчмаркінг).

Таким чином, методологія *технічного аналізу* ґрунтується на теорії, яка на ринку фондових операцій є закономірності, які сформувалися історично. Тому відповідно з цим, в разі якщо будуть здійсненні якісь визначені дії в минулому,зі значною частотою призводили до конкретного результату, тоді можливо й у майбутньому буде досягнуто такогож результату, незалежновід того, коли саме подібні дії будуть реалізовуватись.

Виходячи з вищесказанного, наведена теорія методології технічного аналізу ніяк не відповідає поняттю результативного ринку, а способи які використовуються технічними аналітиками, як правило ніяк не підкріплені логічними поясненнями. Але суттєва група аналітиків та інвесторів використовує у своїй практиці технічний аналіз, а належні статистичні дослідження дає право говорити, що дана спрямованість фінансового аналізу все-таки може бути корисною для інвесторів.

В такому випадку, незважаючи на те, що в в рамках технічного аналізу застосовується досить велика палітра поведінкових стратегій, їх можливо розділити на 2 основні групи:

1) ті стратегії, які встановлюють всі можливі варіанти реалізації або придбання акцій на підставі вивчення прибутковості дорогоцінних документів за проміжок, який нещодавно завершився;

2) ті стратегії, які встановлюють всі можливі варіанти реалізації або придбання акцій на підставі зв'язку між курсом дорогоцінного документа, який нещодавно сформувався, та між тим курсом, який склався за досить тривалий період.

Таким чином до 1 групи стратегій належать протилежно *спрямовані та інерційні стратегії*. При застосуванні *інерційних стратегій* інвестори стараються відшукати з ціллю придбання ті акції, які не так давно зросли у вартості, вважаючи те, що вони будуть й надалі збільшуватись в наслідок

інерційного збільшення попиту на них. І навпаки, з метою реалізації здійснюється пошук тих самих дорогоцінних документів, які не так давно істотно знизились у вартості, тому що вважається, що попит на їх буде інерційно скорочуватись, і відповідно до цього, стане скорочуватимось і їх курс. Отже, використання *протилежно спрямованих стратегій* дії інвесторів вважаються абсолютно протилежними тенденціям, які в даний час знаходяться на фондовому ринку: інвестори, які слідують даній стратегії, купують дорогоцінні документи, яких інші намагаються позбутися через негативний рух курсу дорогоцінних документів, а ось реалізують тільки ті дорогоцінні документи, які збільшуються у вартості, і як правило, більшою мірою купуються у більшості інших інвесторів. Використання протилежно націлених стратегій пояснюється наступним способом: згідно думки прихильників даних стратегій, інвестори в головній своїй масі надають новинам дуже великої значимості, а тому як оптимістичність, так і песимізм стосовно ймовірного обсягу зниження або збільшення курсів відповідних дорогоцінних документів, вважається перебільшеними.

А ось до 2 групи належать стратегії *розриву лінії ринку та змінної середньої*. Таким чином у разі використання *стратегій змінної середньої* інвестори намагаються відшукати подібні дорогоцінні документи, курс яких в період закриття організованого ринку істотно відрізняється від усередненого курсу цих самих дорогоцінних документів за досить тривалий попередній проміжок часу. У випадку якщо відповідність “поточний курс закриття”/“курс закриття за тривалий період” вважається більшим від одиниці, тоді в такому випадку є сенс реалізувати придбання відповідного дорогоцінного документа наступного дня, у разі якщо відповідність “поточний курс закриття”/“курс закриття за тривалий період” не буде перевищувати одиниці, тоді в такому випадку подібну відповідність розцінюють як сигнал про необхідність реалізації на наступний день відповідного дорогоцінного документа. Отже, ця процедура відбору та розрахунків дорогоцінних документів вважається головним аналітичним інструментарієм прихильників стратегій змінної середньої, а також повторюється кожного дня. Пояснення можливості застосування подібних стратегій є таким:

Таким чином *стратегія розриву лінії ринку* схожа на стратегію середньої змінної. У разі її застосування інвестор підбирає найнижчі і найвищі курси того або іншого документа за досить тривалий проміжок часу. А сигнал на придбання дорогоцінного документа надходить тільки в той час, коли курс закриття цього дорогоцінного документа є вищим, ніж найвища вартість за даний період, але за умови, що курс на період закриття попереднього біржового дня був нижчим від найвищої ціни того періоду. І навпаки, сигнал на реалізацію дорогоцінного документа з'являється, тоді, коли його курс на момент закриття ринку є нижчим за найнижчу ціну, яка була закріплена того дня, за обставини, що попереднього дня курс на момент

закриття був вищим, ніж найнижча ціна дорогоцінного документу, яка мала місце того дня. Таким чином, згідно всіх попередніх стратегій, були здійсненні дослідження, які показали, що ця стратегія здатна принести інвесторові результат, який гарантує прибутковість більше середнього.

Методики, які використовують показники відносної сили, широко застосовують в рамках технічного аналізу. А ось створення графіків із застосуванням даних методів має на увазі виявлення динаміки курсу певного дорогоцінного документу стосовно ринкового чи галузевого індексів, а також галузевого індексу стосовно ринкового. Для створення цих графіків кожного дня встановлюють відповідність курсу дорогоцінного документу або іншого показника фондової вартості до значення того індексу, до якого визначають відносну силу. Отже, ідея створення подібних графіків полягає в тому, щоб у результаті дослідження змін показників відносної сили знайти модель, яка б дала можливість виконати чіткий прогноз поведінки окремих дорогоцінних документів або їх у майбутньому у випадку зміни загальних тенденцій на фондовому ринку або в рамках окремих його сегментів.

Питання для самоперевірки:

1. Зміст аналізу цінних паперів як етапу інвестиційного процесу.
2. Гіпотеза про ефективність ринку цінних паперів.
3. Ступінь ефективності ринку та інвестиційна (справедлива) вартість цінних паперів.
4. Традиційні об'єкти здійснення інвестицій фінансовими посередниками.
5. Поняття очікуваної дохідності.
6. Поняття ризику фінансового інвестування.
7. Класифікація ризиків.
8. Рейтинги цінних паперів як незалежна оцінка ризику неплатежу.
9. Зміст фундаментального аналізу та його інформаційна основа.
10. Концепція технічного аналізу.
11. Методи візуалізації інформації, застосовуваної технічними аналітиками.

ТЕМА 6. ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОРТФЕЛЯ ТА ЙОГО ПЕРЕГЛЯД

План вивчення теми

- 6.1. Традиційні об'єкти здійснення інвестицій фінансовими посередниками.
- 6.2. Вибір цінного папера на основі фундаментального та технічного аналізу.
- 6.3. Оцінка окремих фінансових інструментів за критеріями дохідності та ризику

Рекомендована література: [3], [6], [7], [8], [12, с.101-204], [13, с. 166-271], [17, с.183-220],

6.1. Традиційні об'єкти здійснення інвестицій фінансовими посередниками

Третя стадія інвестиційного процесу полягає у *створенні портфеля*, тобто сукупності різних дорогоцінних документів з характерними рисами прогнозованої прибутковості, а також притаманного документами ризику.

Назва подібної сукупності – це *інвестиційний портфель*.

Як раніше зазначалося, інвестиції у фінансові активи пов'язані з невизначеністю продуктивності подібних вкладень на період їх здійснення, викликані неможливістю прогнозування курсу дорогоцінного документа у майбутньому, а ось для акцій – прогнозованого заробітку (дивідендів). З цієї причини, вкладаючи кошти в дорогоцінні документи одного типу, інвестор стає залежним від коливання їх курсової ціни. Якщо ж інвестиції грошей будуть здійснені в різні інструменти фондового ринку, в такому випадку певною мірою можливо виключити залежності від коливань курсу того чи іншого певного документа. В цьому випадку ефективність інвестицій буде залежати від середнього курсу, який, як правило, коливається менше, так як вже після зменшення курсу одного дорогоцінного документа курс іншого здатний збільшитися та коливання взаємно погасяться. Безпосередньо з цієї причини реалізація інвестицій не в один вид дорогоцінних документів, а в певну їх кількість, тобто в портфель дорогоцінних документів, має переваги.

Таким чином селективність враховує підбір певних дорогоцінних документів на підставі прогнозування зміни їх курсової ціни для включення до інвестиційного портфеля. Відповідно до даної причини селективність також називають мікропрогнозуванням. А ось *вибір часу операції* враховує прогнозування зміни вартості окремих категорій фінансових активів та взаємозв'язок подібних змін. Як правило, головним об'єктом вивчень при цьому є прогнозування змін вартості на акції (так само як група фінансових активів) порівняно з вартістю на боргові інструменти.

6.2. Вибір цінного папера на основі фундаментального та технічного аналізу.

З метою досягнення вказаної цілі у практиці фінансового посередництва широко використовуються різні теоретичні напрацювання, ядром яких можливо розглядати *теорію портфеля Г. Марковіца* модель оцінки фінансових активів, засновану з метою встановлення рівноважної (або теоретичної) ціни фінансових активів.

Отже, теорія портфеля ґрунтується на різних припущеннях, викликаних полегшити здійснення встановленого завдання. Основним припущенням, встановленим Г. Марковіцем, вважається те, що для інвестора, коли він дає оцінку альтернативним рішенням, важливими є тільки два виміри будь-якого активу: міра та прибутковість властивого йому ризику. Відштовхуючись від теорії, що інвестор бере на себе рішення про вибір об'єкта інвестування, спираючись на оцінках тільки двох характеристик – прибутковості та ризику, теорія портфеля в трактуванні Г. Марковіца отримала найменування *двопараметричної моделі*. Друга, ніяк не менш важлива гіпотеза, полягає в тому, що інвестор може підібрати різну комбінацію припустимих інвестицій, поділяючи існуючі фінансові ресурси згідно різних напрямках інвестицій.

Сформована подібним способом поєднання інвестицій, яка має назву портфеля інвестицій, повинна бути найкращою для інвестора з погляду передбачуваної прибутковості та ризику. Інакшими словами, інвестор зобов'язаний діяти раціонально, тобто створювати портфель, який би забезпечував йому найменший ступінь ризику для обраного рівня заробітку, або максимальний прогнозований прибуток за встановленого рівня ризику.

Отже, так само як і стосовно окремих активів, з метою виміру прибутковості та ризику портфеля використовуються характеристики стандартного відхилення (або дисперсії) та математичного очікування, які вважаються базою для прийняття інвестиційних висновків. Відштовхуючись від гіпотез про уникнення ненасичуваність та ризику, вибір портфелів з несхожими значеннями прогнозованої прибутковості та стандартизованого відхилення відбуватиметься на основі єдиних логічних правил:

- в разі якщо альтернативні портфелі з однаковою прогнозованою прибутковістю володіють різними рівнями ризику, обирається портфель з найменшим ризиком (правило ухилення ризику);
- в разі якщо альтернативні портфелі з однаковим ступенем ризику мають різну прогнозовану прибутковість, обирається портфель з найвищою прогнозованою прибутковістю (правило максимізації дохідності).

У відповідності до обраної інвестиційної політики інвестиційні менеджери зобов'язані утворити портфель дорогоцінних паперів, який би за власними рекомендаціями відповідав би загальноприйнятому для їх клієнтів співвідношенню ризику та прибутковості.

Розвиток подібних портфелів ґрунтується на обраній у рамках підбору інвестиційної політики інвестиційної стратегії. У практиці інвестиційної роботи відрізняють неактивний та активний менеджменти, головна відмінність серед якими полягає у сприйнятті менеджерами заходів продуктивності ринку. Пригадаймо, що під результативним ринком маєморозуміти ринок, на якому вартість кожного дорогоцінного документу в будь-яку мить збігається з її інвестиційною цінністю, в такому випадку, вся значна інформація про ринок повністю та ментально відображається у ринковій вартості.

Таким чином в основу концепції пасивного управління портфелями дорогоцінних документів покладено гіпотезу продуктивності фінансових ринків. Відповідно до цього, прихильники даної інвестиційної концепції приймають рішення відштовхуючись із загальноновизнаної оцінки ризику та прибутковості й не вважають за доцільне реалізовувати відбір неправильно оцінених документів. А ось концепція активного управління портфелями фінансових вкладень ґрунтується в зворотному твердженні: ринки капіталів ніяк не є результативними, але таким чином, пошук неправильно оцінених дорогоцінних документів вважається виправданим.

Пасивне управління має на увазі придбання та володіння величезною кількістю дорогоцінних документів на протязі досить тривалого тривалого періоду з невеликими і рідкісними перетвореннями складу сформованого портфеля. Таким чином, можливо відзначити дві головні проблеми, які при використанні пасивної стратегії управління потребують рішення вже на першому періоді створення портфеля.

Перша – підбір як орієнтира конкретного ринкового показника та його зображення на період створення портфеля. Коефіцієнт, підібраний як орієнтир, має у найбільш прийнятніший для портфельного менеджера формі інтегрувати поточні повідомлення про рух та будову ринку, а портфельні менеджери, ґрунтуючись на найменшій кількості позицій, зобов'язані виробити особливий сурогат ринкового портфеля.

Другим питанням, яке вимагає розв'язання, вважається питання пошуку такої відповідності серед елементів портфеля, представленими пайовими та борговими дорогоцінними документами, яке відповідало б інвестиційним перевагам клієнтів, які розрізняються від цінностей посереднього вкладника. Необхідної відповідності можливо досягти шляхом з'єднання в портфелі у певних офертах індексного фонду з портфелем без ризикових боргових зобов'язань.

Пасивне управління ґрунтується в теорії, щоринкова вартість відповідає реальній вартості на дорогоцінні документи (ніяк не є применшеними, підвищеними). Дослідницький відділ надає керівництву поради згідно придбання або реалізації дорогоцінних документів на основі ринкових котирувань. Постанови приймаються в рамках будови портфеля, що обумовлюється інвестиційною політикою (відповідністю фінансових

інструментів з різним ступенем ризику – акцій, колективних облігацій та урядових дорогоцінних документів).

Таким чином *активне управління* вважається інвестиційною стратегією, яка враховує придбання і реалізацію фінансових активів для отримання прибутковості вищої, ніж звичайна. Керівник ставить під сумнів те, що ринкова вартість на дорогоцінні документи вважається відображенням їхньої справжньої ціни. Тому з метою встановлення справжньої сьогоднішньої ціни дорогоцінних документів менеджер виконує дослідження повної інформації згідно будь-якого емітента. Справжні ціни порівнюються з ринковими та приймається рішення про купівлю або реалізацію дорогоцінних документів – фінансовий аналітик готує розпорядження про придбання дорогоцінних документів, ціни на які згідно його моніторингу вважаються заниженими і в перспективі зростуть, та щодо реалізації дорогоцінних документів, ціна на які вважається підвищеною і має у перспективі зменшитися. Отже, такий стиль діяльності найчастіше називають прагненням “переграти ринок”. Поряд з потенційними здібностями надавати допоміжні прибутки, використання активного стилю пов’язане з додатковими витратами (зокрема сплатою комісійних брокерам), що зменшує кінцевий економічний результат цього менеджменту.

Інноваційні методи активного управління інвестиційним портфелем ґрунтуються ніяк не на конфіденційній інформації про емітентів дорогоцінних документів, головним принципом якого вважається застосування новітніх способів управління за однакової інформованістю з конкурентами.

Отже, прихильники активного управління створюють особисті моніторинги стосовно прогнозованої прибутковості та ризику окремих дорогоцінних документів та їх класів, які розрізняються від загальної думки. Відповідно до цього, функції керівників згідно портфеля в цілому можливо аналізувати як системні дії з приведення первинного портфеля (який насправді вважається сурогатом ринкового) до оптимального, характеристики якого формуються на основі здійсненого фінансового аналізу та є відмінними і від загального погляду. Портфель, який зроблений менеджерами, має включати частину конкретного дорогоцінного документа в пропорціях, які відрізняються від ринкових: дана частина буде меншою чи більшою у зв’язку з настроєм менеджерів функціонувати в ролі “ведмедів” або “биків” відповідно до даного документа. Підвищення частини конкретного дорогоцінного документа у реальному портфелі в порівнянні з початковим (сурогатом ринкового) обумовлюється так само як *активна позиція*, і також навпаки, зниження частини конкретного документа в реальному портфелі – так само як *пасивна позиція*. Таким чином розміри пасивних та активних позицій розраховуються так само як відмінності серед частками конкретних дорогоцінних документів у початковому та реальному портфелях.

Формуванню портфеля, який за власними параметрами задовольняв би вимоги клієнтів, та має передувати здійснення прогнозів щодо прогнозованої прибутковості, коваріації та стандартного відхилення всіх доступних дорогоцінних документів.

Таким чином цей процес здатний бути здійснений із застосуванням різних варіантів *інвестиційного стилю*, під якими бажано розуміти методи, які застосовуються інвесторами з метою вибору довгоочікуваних дорогоцінних документів та формування їх за підтримкою раціонального портфеля.

Отже, прогнози стосовно передбачуваної прибутковості, коваріації та стандартного відхилення всіх доступних дорогоцінних документів, які необхідні інвестиційним менеджерам, для того щоб зважено здійснити вибір дорогоцінних документів та сформувати оптимальний портфель, тобто портфель, який буде відповідати точці на графіку, в якій крива байдужості є дотичною до ефективної множини.

Таким чином гіпотетично, здійснивши прогнози очікуваної прибутковості, коваріації та стандартного відхилення всіх відібраних дорогоцінних документів, можна розрахувати параметри всіх можливих портфелів, а також відібрати серед них оптимальний. У такому разі процес розвитку портфеля є одноетапним і тотожним процесу вибору дорогоцінних документів. Такий стиль формування портфеля називається *стилем вибору паперів*. Але можливість використання цього стилю є вкрай незначною, тому що потребує надмірні витрати і забирає багато вільного часу. Тому на практиці розвиток портфеля, як правило, виконується в кілька етапів (у 2 чи більше).

Отже, процедура розвитку портфеля в 2 етапи така: на початковому етапі виконується підбір дорогоцінних документів з метою розвитку локальних портфелів окремих класів активів, на наступному етапі – відбувається поділ грошей клієнтів між портфелями попередньо зазначених класів активів, який називається *розміщенням активів*. Таким чином перший етап формування портфеля передбачає прогнозування очікуваної прибутковості, коваріації та стандартного відхилення відібраних дорогоцінних документів у рамках окремих класів, вже після чого формуються відповідні результативні множини та оптимальні портфелі (які називаються субпортфелі). На другому етапі, приймаючи оптимальні субпортфелі окремих класів активів як цілісні об'єкти, визначають прогнози очікуваної прибутковості та стандартного відхилення, а також рівень коваріації серед усіма можливими їх поєднаннями. На підставі таких прогнозних показників виконується вибір результативної множини сукупних портфелів, а застосовуючи криві байдужості, визначається сукупний оптимальний портфель.

Таким чином у практиці портфельного інвестування як правило відірізняють 2 види розміщення активів – тактичне та стратегічне. У разі тактичного розміщення активів – які мають бути розміщені кошти в кожний

конкретний момент за урахуванням короткострокових прогнозів вказаних показників. При стратегічному розміщенню активів визначається, які мають бути розміщені гроші портфеля за довгострокових прогнозів показників очікуваної прибутковості, коваріації та дисперсії. Тобто другий тип розміщення активів визначається довгостроковою перспективою, а ось перший – поточними ринковими умовами.

6.3. Оцінка окремих фінансових інструментів за критеріями дохідності та ризику.

Отже, *перегляд портфеля* є четвертим пунктом інвестиційного процесу. Після завершення цього періоду часу початково-сформований портфель уже не може бути розглянений як *оптимальний* – тобто допустимий портфель, який найбільшою мірою задовольняє всі вимоги по параметрам клієнта.

Головними причинами втрати портфелем оптимуму можуть бути:

- 1) зміна відношення клієнта до ризику та дохідності;
- 2) зміна інвестиційними менеджерами оцінок і прогнозів ризику та прибутковості дорогоцінних документів, які є у портфелі. У разі, якщо менеджментом вираховується, що початково-сформований портфель уже не відповідає вимогам оптимального, спочатку слід визначити, яким повинен бути новий оптимальний портфель, а потім зробити приведення поточного портфеля до оптимального методом його реструктуризації, що є повторенням трьох попередніх етапів, інвестиційного процесу. Процедура перегляду інвестиційного портфеля проводиться періодично, з періодичністю, що залежить від методу управління портфелем та темпу фондового ринку

Таким чином, одним із основних питань, які вимагають вирішення на цьому етапі інвестиційного процесу, є питання отримання розміру транзакційних витрат, яких прийдеться зазнати для реструктуризації портфеля. Рішення на рахунок реструктуризації портфеля буде обґрунтованим лише після порівняння транзакційних витрат із розміром прогнозованої вигоди від перегляду портфеля.

Операційні витрати містять у собі:

- 1) втрати від зміни цін, викликаних ефектом впливу розміру заявки;
- 2) відмінність між цінами покупця та продавця цінних паперів;
- 3) комісійну винагороду.

Отже, комісійна винагорода є платою брокерам за виконання заявки інвестора на купівлю чи реалізацію дорогоцінних документів.

Присутність відмінності між цінами покупця та продавця спричинена тим, що заявки на реалізацію і купівлю дорогоцінних документів завжди пропонують тільки так звані “спеціалісти” – дилери, що є членами організованого ринку. Дилери купують і реалізують дорогоцінні документи за власні кошти, одержуючі при цьому дохід, та зобов’язуються підтримувати стабільність на організованому ринку, компенсуючи тимчасові

дисбаланси між кількістю заявок на купівлю, та заявками на продаж методом придбання чи продажу цінних паперів за особистий рахунок.

Ефект впливу розміру заявки на ціну відповідає тоді, коли говориться про великомасштабні операції купівлі або продажу дорогоцінних документів. Відповідно до закону про попит та пропозицію, чим на більшу кількість дорогоцінних документів буде здійснено заявок, тим ймовірніше буде збільшення їх вартості. Очевидним є й те, що збільшення вартості також буде мати залежність і від встановлених термінів виконання заявки.

Отже, щоб окупити вище-згадані операційні витрати, необхідно, щоб ціна дорогоцінного документа виросла на величину більшу, ніж розмір таких витрат.

А на рахунок портфеля дорогоцінних документів, очікувані вигоди від його перегляду повинні бути порівняні з можливими затратами, які пов'язані з проведенням цієї процедури. Тобто при цьому під очікуваними вигодами потрібно розуміти збільшення прогнозованої прибутковості портфеля або зменшення стандартного відхилення, або і те, й інше. Після порівняння потенційних вигод від перегляду портфеля з розміром можливих витрат, керуючий портфелем може відмовитися від заміни окремих документів через високі транзакційні витрати. Метою інвестиційно керуючого є вибір таких документів, заміна яких навіть з урахуванням транзакційних витрат дозволить максимально покращити характеристики портфеля.

В певних випадках перегляд портфеля проводиться методом оцінки та прогнозування характеристик цілих класів активів, а не окремих документів, тому що вважається, що такий підхід до перегляду є більш економічним та привабливим.

Питання для самоперевірки:

1. Поняття інвестиційного портфеля.
2. Ключові проблеми портфельно-го інвестування.
3. Зміст “портфельної теорії” Г. Марковіца.
4. Вимір очікуваної дохідності портфеля.
5. Модель оцінки фінансових активів (САРМ).
6. Інвестиційні стратегії (системи), які застосовуються з метою формування та управління інвестиційними портфелями.
7. Концепція пасивного управління.
8. Концепція активного управління.
9. Склад та оцінка витрат, пов'язаних із здійсненням перегляду інвестиційного портфеля.
10. Визначення доцільності перегляду портфеля цінних паперів з урахуванням операційних (транзакційних) витрат.

ТЕМА 7. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ І РЕЗУЛЬТАТИ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ

План вивчення теми

7.1. Оцінка ефективності управління інвестиційним портфелем

7.2. Результати діяльності фінансових посередників.

Рекомендована література: [1], [2], [3], [4], [5], [11, с.274-297], [15], [17, с.356-457], [21]

7.1. Оцінка ефективності управління інвестиційним портфелем

Аналіз ефективності керування інвестиційним портфелем є п'ятим і кінцевим етапом інвестиційного процесу. Ефективність керування портфелем фінансовими посередниками визначається насамперед прибутками, які забезпечує конкретний фінансовий посередник на вкладений капітал.

Визначення *вартості чистих активів* вважається ключовим щодо поняття прибутковості роботи насамперед інвестиційних посередників. Ціна чистих активів інвестиційного фонду вираховується компанією з керування активами. А ось *вартість чистих активів* інвестиційного фонду вираховується як різниця між сумою активів з врахуванням їх ринкової ціни та розміром зобов'язань.

Одним з нескладних критеріїв ефективності керування портфелем є його прибутковість. Цей показник визначається на підставі даних про дохідність інвестиційного портфеля і говорить про прибутковість інвестицій у конкретний інвестиційний фонд у ретроспективі. Для аналізу дохідності слід використати якомога більший термін з (помісячним) розрахунком прибутковості. Розрахунок прибутковості здійснюється на підставі інформації про вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію на початок кожного місяця під час усього терміну.

Фінансове посередництво, як і будь-який інший вид бізнесу, проводиться для одержання прибутку. Операційна діяльність інвестиційних та договірних ощадних інститутів ґрунтується у формуванні та керуванні інвестиційним портфелем з метою одержання інвестиційного доходу.

Таким чином у процесі інвестиційної діяльності з дорогоцінними документами та управління інвестиційним портфелем фінансовий посередник може отримувати такі основні види доходів:

- дивідендні доходи від володіння акціями;
- доходи від приросту курсової вартості цінних паперів);
- процентні доходи від володіння облігаціями та від вкладення коштів в інші боргові зобов'язання, зокрема – депозити банків);
- доходи від продажу акцій та облігацій (або реалізований фінансовий

результат);

- а також інші доходи.

Залежно від того, яка інвестиційна стратегія та політика використовується, складається і структура прибутків. Головними складовими прибутків фінансових посередників, які дотримуються активного керування портфелем, будуть доходи, які отрималися від комерційної діяльності з дорогоцінними документами, тобто від придбання та реалізації. Якщо в фундамент інвестиційного менеджменту закладено пасивне управління портфелем, то головними складовими доходу будуть, доходи від збільшення курсової ціни дорогоцінних документів, процентні та дивідендні доходи. Посуті, це збільшення ціни чистих активів за рахунок росту ринкової вартості інвестиційного портфеля.

Розрахунок доходів портфельних інвесторів передбачає використання таких важливих визначень, як поняття ринкової вартості фінансових інвестицій та поняття активного ринку. *Ринкова вартість фінансової інвестиції* – це сума коштів, яку можна одержати від продажу фінансової інвестиції на активному ринку. *Активний ринок* – це ринок для конкретного дорогоцінного документу, на якому є можливість будь коли продати дорогоцінний документ за ціною, що переважає на ньому під час виставки цього дорогоцінного документа на продаж.

Фінансові інвестиції з початку оцінюються та показуються за собівартістю, яка складається з ціни закупки фінансових інструментів, комісійних винагород, мита, податків, зборів, обов'язкових платежів та інших витрат, безпосередньо пов'язаних з їх купівлею. У разі зміни ринкової ціни фінансового інструмента, який є в складі інвестиційного портфеля, проводиться переоцінка балансової вартості фінансових інвестицій до рівня вартості. Збільшення чи зменшення на дату балансу показується у складі доходів або витрат.

Дивіденди й проценти показуються у складі доходів фінансового посередника за методом начислення. Проценти вираховуються в тому звітному терміні, до якого вони відносяться, виходячи з бази їх начислення та строку використання відповідними активами. Дивіденди вираховуються в періоді ухвалення рішення про їх виплату, тобто після проведення загальних зборів акціонерів.

Відтак, доходами від інвестиційної роботи фінансового посередника є доходи від володіння фінансовими активами та комерційної роботи з ними.

А ось інші методи створення та дещо відмінна, від розглянутої вище, класифікація доходів використовується компаніями зі страхування життя. Головною роботою таких страхових компаній є особисті послуги зі страхування, тому доходами від головної роботи є доходи від страхування. Доходи від розташування резервів, незароблених премій у фінансові активи, відносяться до складу доходів від фінансових операцій компанії зі

страхування життя). Звідси, прибуток страхової компанії утворюється за рахунок двох джерел:

- 1) доходи від інвестиційної роботи;
- 2) доходи від головної роботи – отримання страхових платежів за вирахуванням витрат на утворення резервів незароблених витрат та премій на перестраховання.

Відповідно до законодавства доходи від проведення операцій з активами інститутів спільного інвестування та доходи, начислені за активами інститутів спільного інвестування, є спільною власністю інвесторів, а компанії з керування активами, як організатори цього бізнесу, одержують винагороду за управління активами. Метод спільної власності на інвестиційні доходи закладено також і в законах про недержавні пенсійні фонди. На відміну від них доходи страхових компаній зі страхування життя є власністю страхової компанії.

Отже, перевищення доходів над витратами інвестиційного фонду це спричиняє дозбільшення вартості чистих активів у розрахунку на одну акцію. Акціонери інвестиційних фондів можуть повернути вкладені кошти із розрахунку кількості акцій, які вони мають, та поточного курсу викупу акцій, який закладається на основі розрахунку вартості чистих активів на одну акцію. Звідси, вкладники інвестиційних фондів відкритого та інтервального типу мають значно більші права, ніж вкладники звичайних акціонерних товариств. Закладений порядок постійного викупу випущених акцій дає змогу не використовувати норму щодовиплати дивідендів для інвестиційних фондів відкритого та інтервального типу.

В період сучасного розвитку розробок інформаційного, технологічного та математичного забезпечення є значна кількість різних інструментів оцінки ефективності керування портфелем інвестицій. У той же час виникає завдання для вибору оптимізованих значень, параметрів і розроблення додаткових критеріїв оцінки результативності випробовування торгової системи. На даний час немає однієї методики оцінки інвестиційного результату в рамках оцінки стабільності оптимальних параметрів інвест-портфеля. Здебільшого параметрами результативності є індикатори економічної статистики, що подаються розміром максимального осідання депозиту, чистим прибутком, середнім значенням прибутку за домовленістю і так далі. Однак, слід відзначити, що торгова система, яка використовується до деяких фінансових інструментів, мають відмінність у великій кількості параметрів правил і самим набором правил, що утворюють алгоритм торгової системи).

При створенні портфеля дорогоцінних документів базовим етапом є аналіз можливих ризиків в роботі з волатильністю фінансового ринку. Аналіз потенційних втрат при використанні будь-якої методики інвестування сприяли появі завдання вибору найбільш ефективних методик при

допустимому рівні ризику, що приносять великі прибутки. Звідси, з'явилася задача оптимізації портфеля інвестицій.

Оптимізація портфеля дорогоцінних документів в першу чергу будується на оцінці прибутковості з врахуванням оцінки ризику застосування певної інвестиційної стратегії.

У дослідженні Г.Марковіца (Вибір портфеля), (1952) було запропоновано шукати такий портфель дорогоцінних документів, що зменшує ризик портфеля за умови, що прогнозована прибутковість портфеля залишається на рівні не меншому від деякого порога, розрахованого інвестором. При цьому в дослідженій моделі в якості ризику аналізувалася дисперсія портфеля дорогоцінних документів. Це призвело до задачі квадратичного програмування з лінійними обмеженнями, яка припускає ефективне алгоритмічне вирішення. У своєму дослідженні Г. Марковіц виходив з правила створення портфеля на один термін. Звідси було передбачено, що в кожній наступний термін завдання пошуку оптимального портфеля буде вирішена знову, а сам портфель перероблений.

Параметр аналізу оптимальності портфеля інвестицій, що враховує лише ринковий ризик, був запропонований Дж. Трейнором. Коефіцієнт Трейнора пояснює відношення середньої прибутковості, що перевищує процентну ставку без ризику, до систематичного ризику.

Коефіцієнт Трейнора представляє собою майже такий же сенс, як і коефіцієнт Шарпа, але аналізує додатковий дохід лише по відношенні до систематичного непереборного ризику.

Д. Стерлінг Джонс в 1981 році дав пропозицію на коефіцієнт, що визначає відношення річного прибутку до середньої величини максимального падіння котирувань за період_.

Тобто, волатильність, застосована при розрахунку коефіцієнта Шарпа, дає змогу побачити відхилення, як в позитивний, так і в негативний бік, в той час як максимальна просадка аналізує лише потенційні втрати, тому коефіцієнт Стерлінга краще для аналізу системних ризиків_.

Ф. Модільяні був наданий більш детальний коефіцієнт, що аналізує який прибуток був би отриманий, як бісумарний ризик активу дорівнював ринковому ризику.

Ф. Сортіно і Л. Прайс дали пропозицію використовувати новий параметр, який при розрахунку ризику враховує тільки ризик падіння цін, так як інвестори чутливі до негативних дохідностей.

Показник Сортіно замість показника прибутковості безризикових інвестицій застосовується коефіцієнт MAR (найменший ступінь прибутковості, на який погоджується інвестор), таким чином інвестор створює передумову отримати більш, ніж це можна зробити без ризику.

Характерною ознакою цього розкладу вважається те, що з метою відповідного аналізу слід застосовувати максимально довгі часові ряди, для

того щоб придбати достатню кількість точок з метою збору інформації про негативну волатильності.

Подібним способом, цей показник дає можливість найбільш правильно оцінювати результативність інвестування, тому що у більшій мірі передбачає переваги трейдерів, а також їх підхід до ризику, так само як до прояву негативної прибутковості, але ніяк не просто зміни даної прибутковості.

Показник потенційного збільшення впливає з коефіцієнта Сортіно. Цей коефіцієнт встановлює ставлення прибутковості, що розташовується вище рівня MAR до прибутковості, яка знаходиться нижче рівня MAR. Подібним способом, описується співвідношення позитивної волатильності до негативної.

Таким чином Е. Меротом в 2011 р запропонований U_2 коефіцієнт (який назвали скорочено від назви підприємства "*Va / i Valu*"). U_2 характеризується співвідношенням розміру надлишкового прибутку до втрат портфеля стосовно еталона порівняння, призначення цього коефіцієнта полягає у виділенні психологічного впливу результатів інвестування. А ось U_2 коефіцієнт показує - наскільки краще поводить себе портфель в порівнянні з еталоном порівняння, як в моменти падіння, так і зростання.

Отже, у 2000 році М. Штуцер вніс пропозицію новітнього показника з метою оцінки продуктивності інвестування, який покликаний знайти рішення питання асиметрії, а також ексцесу розподілів. Таким чином Штуцер припустив, що допоміжна прибутковість, яка отримана понад конкретного рівня, у подальшому з великою частиною ймовірності опиниться негативною протягом тривалого періоду. Відштовхуючись від цього, слід зменшити цю можливість на протязі всього терміну інвестування.

У Випадку якщо допустити, що дотримуються передумови Г. Марковіца про самостійності та рівній розподіленості прибутковості, а також їх математичне очікування більш нульової позначки, тоді в такому випадку у відповідності з законодавством великих кількостей шукана можливість стане більше до нуля. Таким чином, всі без винятку стратегії в однаковій мірі є результативними. Але таке твердження далеко не завжди як виявилось є ефективним. Тому для вирішення цієї таємниці Штуцер запропонував використовувати концепцію великих відхилень. Застосовуючи даний підхід, можливість дати оцінку, з тієї чи іншої швидкості досліджується вірогідність яка сходиться до 0.

Але у коефіцієнта Штуцера є недоліки, які пов'язані з нестабільністю цього показника, однак ця риса виражається в меншій мірі, тому що він звертає увагу на вищі моменти розподілу. Крім того, необхідно брати до уваги, що при створенні інвестиційного портфеля і включенні в нього навіть великої кількості активів для кращої диверсифікації припущення про те, що прибутковості самостійні і однаково розподілені, не дотримуються.

Таким чином, крім зазначених комплексних характеристик також використовуються і інші характеристики історичного аналізу, які мають всі

шанси надати більше важливої інформації з метою оцінки та аналізу ринкової ситуації.

Показник Сортіно, вважається більш оптимальним для розвитку моделі створення раціонального портфеля на основі критерію "прибутковість / ризик".

Отже, у 1990-х роках Аркадій Немирівський вніс пропозицію стосовно методології робастної оптимізації. Його значення полягає в наступному. У минулому прикладі неясність стосовно майбутньої вартості дорогоцінного документа враховувалася за допомогою прогнозованої прибутковості документів, а також через матрицю ковариаций доходностей документів. При цьому вплив факторів більш високого порядку ніяк не враховувався. Тут також присутнє неявне припущення про те, що ми можемо дати оцінку середньої прибутковості, а також коваріацію дорогоцінних документів. Крім того інвестор згоден з тим, що з конкретної можливістю він здатний понести досить великої шкоди.

Таким чином, у робастній оптимізації лімітування в задачі оптимізації "жорсткі". З точки зору інвестора розмова йде про наявність певного рівня прибутковості (ризик портфеля), нижче (для ризику, відповідно, вище) якого вкладник ніяк не згоден опускатися. Тобто це вимагає новітнього підходу до обліку невизначеності.

Наприклад, можна розглядати, що прибутковість дорогоцінних документів та їх матриця ковариаций відносяться до певного (замкнутого, опуклого) безлічі матриць та векторів. При цьому концепція "рішення" стане наступною. При здійсненні будови робастного портфеля дорогоцінних документів ми будемо шукати такий портфель, який навіть при «поганій» (для будь-якого портфеля власний "найгірший" варіант) здійсненні прибутковості, а також матриці кореляцій, задовольняє обмеженням інвестора [1]. Цей портфель можна ще охарактеризувати як робастний допустимим. А вже після цього з числа робастних допустимих портфельів шукається портфель з найкращим значенням цільової функції (найбільшою прибутковістю або найменшим ризиком). Дане рішення буде робастним оптимальним портфелем.

Отже, просто спостерігати, те що значимість цільової функції, досягається в робастній оптимальний портфель "гірше, ніж в оптимальному портфелі" у значенні Г. Марковіца. Насправді, ці 2 підходи припускають однакову цільову функцію, але можливий безліч в робастний випадку "вже" через результат жорстких обмежень. Відповідно до цього, робастний оптимальний портфель вважається найбільш оптимальний портфель є більш консервативним, ніж оптимальний в сенсі Г. Марковіца [2].

Таким чином на відміну від оптимального портфеля у значенні Г. Марковіца, робастний найкращий портфель стабільний до незначних відхилень здійснювалися доходностей, а також матриці кореляцій з їх прогнозованих значень.

Насправді, оптимальний портфель за Г.Марковіцем вважається оптимальним тільки для однієї, певної реалізації майбутніх доходностей а також кореляцій дорогоцінних документів, з яких, створюється портфель, але безпосередньо коли реалізовані і очікувані (у період прийняття постанови) прибутковості та кореляції дорогоцінних документів стають схожими. Тобто при цьому навіть незначна невідповідність реалізованого вектора доходностей чи матриці кореляцій від прогнозованих у період прийняття постанови значень може послужити причиною до значного погіршення якості портфеля.

Тобто, це ніяк не здійснюється в разі робастного оптимального портфеля (в разі якщо відхилення укладаються в закладений рівень невизначеності). Таким чином можна сказати, що робастний оптимальний портфель у певному значенні рівномірно близький до цілого сімейства оптимальних в сенсі Г. Марковіца портфелів. У табл. 10.7 наводиться стисле зведення оглянутих методів, які застосовуються при оптимізації інвестиційного портфеля.

Таблиця 10.7 - Порівняльний аналіз методів оптимізації портфеля

Метод оптимізації	Основні особливості	Недоліки та обмеження сфери застосування
теорія Марковіца	Аналіз ставлення "середня прибутковість / ризик"	Заснована на припущенні про нормальний розподіл доходностей
модель Тобіна	Вкладення частини коштів в інструмент з гарантованою ненульовий прибутковістю	Частина інвестованих коштів недоступна для активного управління
SARМ	Оцінка Неди перевіряється ризику	Зниження ризику за рахунок погіршення потенційної прибутковості
VaR	Оцінка ризиків з урахуванням ймовірності	Відсутність властивості су баддітвності
3 VaR	Оцінка прибутковості для найгіршого випадку	Чи не розглядаються високоприбуткові стратегії з малою вірогідністю настання
"Оптимізація під управлінням користувача" (Кац, МакКормік)	Використання статистичних методів в оцінці якості торгової системи; множинні тести	Рекомендація аналізувати чутливість до змін параметрів; відсутність заходів чутливості
"Подвійне сліпе тестування" (Пардо)	Оптимізація в "межах вибірки" і "поза межами вибірки"	Вербальне вимога "гладкості" цільової функції

Отже, дослідження в таблиці 10.7 виявили, що незважаючи на застосування кількісних заходів прибутковості, а також ризику, оцінка якості підсумків оптимізації ніяк не містить дослідження "стабільності" або чутливості, характеристик, при яких цільова роль досягає оптимального значення. У певних працях згадуються "бажані" якості цільової функції без вказівки способів їх виміру.

7.2. Результати діяльності фінансових посередників

Якщо статистичними є показники для оцінки та аналізу можливих портфелів, тоді ймовірно що на їх значення буде впливати підібраний часовий горизонт часу. У взаємозв'язку з цими даними постає проблема адекватного вибору часового періоду для здійснення аналізу, а також як стануть мінятися підсумки моделювання у процесі зміни часового горизонту.

Таким чином, підходи до оптимізації портфеля, які були переглянуті вище, ніяк не використовуються до вирішення завдань стосовно збільшення продуктивності управління інвестиційним портфелем у контексті використання торговельних систем по ряду обмежень:

- ризик як можлива просадка депозиту в результаті використання нестійкою торгової системи;
- оптимізація не величини прибутковості, а параметрів торговельної системи;
- склад портфеля (може бути представлений лише "блакитними фішками").

Отже, можна зробити висновок, що оптимізація інвестиційного портфеля із використанням заходів ризику стосується, в основному, завдань оптимізації та прогнозування прибутковості дорогоцінних паперів, які перебувають у портфелі. А ось метою оптимізації торговельних систем вважається збільшення продуктивності управління портфелем, що здатний бути предоставлений одним фінансовим інструментом або декількома, що входять у список найбільш ліквідних акцій на фондовій біржі. Головним завданням у ході дослідження торговельної системи та пошуку оптимальних характеристик полягає в необхідності упевнитися, в тому, що оптимальні рішення залишаються результативними на різних вибірках відомостей котирувань фінансових інструментів.

Питання для самоперевірки:

1. Поняття чистих активів.
2. Оцінка дохідності інвестиційного портфеля.
3. Здійснення правомірних порівнянь і використання для цього фондових індексів.
4. Поняття еталонного портфеля.
5. Оцінка дохідності з урахуванням ризику.
6. Однофакторні методи оцінки ефективності управління інвестиційним портфелем.

7. Доходи фінансових посередників.
8. Класифікація витрат за функціональним призначенням.
9. Загальні підходи до оподаткування у сфері фінансового посередництва.
10. Податкове стимулювання страхування життя та недержавного пенсійного забезпечення

РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

Основна

1. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 р. № 2121-III. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14> (дата звернення: 17.03.2017).
2. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 № 2299-I. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2299-14> (дата звернення: 17.03.2017).
3. Про кредитні спілки: Закон України від 20.12.2001 № 2908-III. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2908-14> (дата звернення: 17.03.2017).
4. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України від 09.07.2003 № 1057-IV. URL : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1057-15>. (дата звернення: 17.03.2017).
5. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15> (дата звернення: 17.03.2017).
6. Гудзь Ю. Ф., Демчук К.Ю. Проблеми наповнення Пенсійного фонду України та необхідність подальшого реформування системи. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2018. Ужгород: Видавничий дім «Гельветика». с. 78-83. (Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство (Index Copernicus)»).
7. Неізнана О.В., Бойко О.О. Дослідження основних тенденцій і операцій на ринку FOREX. *Ефективна економіка*. 2018. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/>.
8. Gudz I. Analysis of the development of global models of corporate pension funds in the context of entrepreneurship. *Journal of Entrepreneurship Education* (SCOPUS, SCIMAGO, ProQuest, Cengage Gale, CiteFactor, ABDC, EBSCO, LexisNexis, UGC). Volume 22, 2019. P. 41-49 .
9. Гудзь Ю.Ф. Пріоритетні напрямки подолання проблемності банківської системи. *Науковий економічний журнал «Інтелект XXI»*. Київ : Видавничий дім «Гельветика». 2018. С.54-58.
10. Гудзь Ю.Ф., Тузова К.О. Сучасні кризові явища в банківській системі України та шляхи їх подолання. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Ужгород: «Видавничий дім «Гельветика». 2018. С. 81-87 . (Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство» випуск 17 частина 1»).
11. Гудзь Ю.Ф., Янковський В.А. Механізм формування доходів Пенсійного фонду України: сутність та шляхи удосконалення. *Інфраструктура ринку*. 2017. С. 275-281 .

12. Гудзь Ю.Ф., Янковський В.А. Оцінка механізму формування доходів Пенсійного фонду України на регіональному рівні. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2018. С. 192-199.

13. Гудзь Ю.Ф. Реформування підсистеми пільгового пенсійного забезпечення на основі створення професійних пенсійних фондів Ю.Ф. Гудзь, К.Х. Реха . *Торгівля і ринок України Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган -Барановського*. Кривий Ріг: ДонНУЕТ. 2018.С.61-74.

14. Неізвесна О.В., Слободянюк Н.О., Волошина С.В., Гудзь Ю.Ф. Дослідження інвестиційної спроможності небанківських фінансових інститутів України в часи фінансово-економічних криз. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики*. 2019. С.379-39

15. Юнацький М.О. Бухгалтерський контроль: проблеми організації та звітності. Глобальні та національні проблеми економіки. *Миколаївський національний університет імені В. О. Сухомлинського*. Миколаїв, 2016. С. 124-136

16. Юнацький М.О. Концептуальна основа формування облікової політики підприємства для цілей бухгалтерського обліку. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. (Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство»). 2016. С. 159-163.

17. Юнацький М.О. Використання дискримінантного аналізу для оцінки ймовірності банкрутства підприємства (на прикладі ПАТ «ЦГЗК»). *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2018. Вип. 3 (14). URL: <http://www.easterneurope-ebm.in.ua/index.php/13-2018-ukr> .

18. Юнацький М.О. Аналіз фінансового стану підприємств роздрібної торгівлі. *Інфраструктура ринку*. 2018. Вип. 18. URL: <http://www.market-infr.od.ua/uk/16-2018> .

19. Юнацький М.О. Огляд сучасних методів прогнозування фінансового стану підприємства. *Ефективна економіка*. 2018. Вип. 4. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=6232> .

20. Юнацький М.О. Огляд фінансових і не фінансових чинників впливу діяльності ТНК на економіку. *Економіка та суспільство* . 2018. Вип. 15. URL: <http://economyandsociety.in.ua/index.php/journal-14> .

21. Юнацький М.О. Облікова політика казначейства щодо виконання бюджету. Глобальні та національні проблеми економіки. 2018. Вип. 23. URL: <http://global-national.in.ua/issue-22-2018> .

Допоміжна

1. Маслова С. О., Опалов О. А. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник .2006. 192 с.

2. Хома І. Б., Алексеев І. В., Тревога Л. С., Андрушко Н. І. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник. Львів: Видавництво Національного університету "Львівська політехніка", 2005. 248 с.

3. Зимовець В. В., Зубик С. П. Фінансове посередництво. К.: КНЕУ, 2004.

4. Тьюлз Р. Дж., Бредлі Е. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. изд. 2-е, М.: Инфра-М, 2012.

5. Фабоцци Ф. Управление инвестициями. М.: Инфра-М, 2013.

6. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.: Инфра-М, 2012.

7. постанова Кабінету Міністрів України: Про затвердження Порядку подання фінансової звітності від 28.02.2000 р. №419. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>

8. Постанова Національного банку України : Про затвердження Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті від 21.01.2004 №22. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>

9. Постанова Правління Національного банку України: Про затвердження Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні від 15.12.2004 №637. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>.

10. Наказ Державного казначейства України: Про затвердження змін до деяких нормативно-правових актів з бухгалтерського обліку бюджетних установ від 28.01.2002 №12. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>.

Інформаційні ресурси

1. Ліга страхових організацій України. URL: <http://www.uainsur.com>.

2. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. URL: <https://www.nfp.gov.ua/>.

3. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку . URL: <http://ufin.com.ua/> .

4. Страхування. URL: <http://www.forinsurer.com>.

5. Сайт економічних новин та інформації . URL: <http://www.economics.com.ua> . (дата звернення: 17.03.207).

6. Податковий Кодекс України : Кодекс від 02.12.2010 р. № 2755-VI. URL: <http://zakon.rada.gov.ua>. (дата звернення: 17.03.207).

7. Бюджетний Кодекс України : Кодекс від 08.07.2010 № 2456-VI. URL: <http://zakon.rada.gov.ua>. (дата звернення: 17.03.207).

8. Державна служба статистики. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення: 17.03.207).

9. Міністерство фінансів України. URL: <http://www.minfin.gov.ua>. (дата звернення: 17.03.207).

Гудзь Юрій Федорович
Юнацький Мар'ян Олегович

Кафедра фінансів і банківської справи

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ З ДИСЦИПЛІНИ

ФІНАНСОВЕ ПОСЕРЕДНИЦТВО

Формат 60×84/8. Ум. др. арк. 9.

Донецький національний університет економіки і торгівлі
імені Михайла Туган-Барановського
50005, Дніпропетровська обл.,
м. Кривий Ріг, вул. Трамвайна, 16.

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 4929 від 07.07.2015 р.