

господарюють, на інвестиційному ринку з метою одержання прибутку (доходу). Товарами на інвестиційному ринку є об'єкти інвестиційної діяльності. Тому цілі інвестиційної політики на мікрорівні визначаються як: максимізація прибутку; максимізація добробуту акціонерів; максимізація вартості акції; максимізація обсягів виробництва з урахуванням попиту, мінімізація витрат, пов'язаних зі здійсненням інвестиційного проекту і його корисним використанням; максимізація річного обсягу виробництва на одиницю інвестиційних витрат; підвищення частки ринку; максимізація кінцевого стану інвестора; побудова політики і практичної діяльності таким чином, щоб збільшувалося суспільне надбання (тобто прагнення вирішувати соціальні проблеми суспільства паралельно зі своєю основною діяльністю); забезпечення умов рівноваги індивідуальних ринків і т. ін.

Реалізація поставлених цілей при розробці інвестиційної політики будь-якого рівня відбувається у визначеній послідовності і протікає як об'єктивний процес, підпорядкований певним законам і тенденціям соціально-економічного розвитку країни і таким, що має певну концептуальну модель — механізм побудови і реалізації інвестиційної політики. Він є теоретичним обґрунтуванням послідовності подій, що відбуваються, по формуванню і реалізації інвестиційної політики. Його основними елементами виступають: аналіз соціально-економічної ситуації; цілі, задачі, пріоритети інвестиційної політики; визначення сил, засобів і шляхів формування інвестиційної політики; господарський механізм, тобто сукупність тих важелів, заходів, за допомогою яких можливе досягнення поставлених цілей і рішення задач; діагностика інвестиційної безпеки.

К. С. Дитинчук

Київський національний економічний університет

ОСНОВНІ ІНСТРУМЕНТИ УПРАВЛІННЯ БАНКОМ РИЗИКАМИ ПОРТФЕЛЮ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Всі відомі у світовій практиці фінансового інвестування банком способи боротьби з ризиками можна віднести як до внутрішніх способів (диверсифікація; хеджування; лімітування; спеціальні механізми торгівлі і укладання угод, що знижують

імовірність втрат за рахунок ускладнення і подорожчання технічних процедур; управління активами і пасивами; отримання додаткової інформації), так і до зовнішніх (перенесення ризиків на іншу особу за допомогою гарантій або страхування; розподіл ризиків між великою кількістю осіб («диверсифікація навпаки»)).

Диверсифікація ризику передбачає розподіл капіталу між пакетами цінних паперів різної якості та різних термінів погашення. Таким чином, банк формує портфель цінних паперів з різних інструментів. При цьому виникає портфельний ризик (систематичний і несистематичний). За допомогою диверсифікації можна зменшити тільки несистематичний ризик.

Крайньою формою диверсифікації є *хеджування (hedging)*, тобто підхід, коли свідомо використовується протилежна реакція різних фінансових інструментів на одну і ту саму подію. Активи розподіляються таким чином, що сумарний вплив тієї чи іншої події на їхню вартість виявився нульовим. Через це можна нейтралізувати ризик, однак існує вірогідність відмови від можливого доходу. Інструментами хеджування є свопи, ф'ючерси, форварди та опціони.

Лімітування базується на завчасному обмеженні можливих втрат. Прикладом цьому є лімітований (обмежений) наказ брокера в системі електронних торів біржі, коли папери купують за вказаною ціною і нижче, а продаються за цією ціною і вище.

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

Отримання додаткової інформації. В англо-американській літературі юридичні і фізичні особи, які володіють внутрішньою комерційною інформацією фірми, носять назву інсайдерів (insiders). Вони частіше за інших починають купувати фінансові інструменти перед зростанням цін або доходів, а продавати — перед падінням. У 1970-х роках американські економісти Е. Фалга і М. Йенсен розробили теорію ефективних фінансових ринків, де зазначено, що менеджер не може довго приховувати інформацію від конкурентів, а ціни фінансових активів (в першу чергу, акцій) відображають всю поточну ін-

формацію. У цієї теорії багато опонентів, які на основі фактів доводять, що інсайдери можуть мати певні переваги, але від випадку до випадку.

Недостатність інформації — це один із головних чинників ризику і недоліків українського ринку цінних паперів. Як відомо, щоб функціонував цивілізований ринок, необхідно дотримуватися принципів прозорості, відкритості та доступності, упорядкованості та конкурентності. На нашу думку, зменшити ризик втрат дозволить обов'язкове розкриття інформації емітентом, а також збільшення державного регулювання ринку цінних паперів.

Найбільш складним і необхідними способом зниження інвестиційних ризиків для комерційних банків є *управління активами і зобов'язаннями (пасивами)*, яке більшою мірою обумовлює вибір ними інвестиційної стратегії. Пасив — це платіж, що має здійснити банківська установа (емітент зобов'язання) у певний період часу відповідно до контракту за зобов'язанням. Для фінансового інституту вагомими є обидві характеристики зобов'язання: сума платежу і момент часу, коли відбувається виплата цієї суми.

Через те, що для більшості зобов'язань суми і строки виплати є наперед невідомими, комерційний банк повинен завжди мати достатньо коштів для виконання поточних зобов'язань. Крім цього, потрібно мати на увазі, що власник зобов'язання може вимагати його дострокового виконання, навіть за умови накладання штрафу. Фінансовим інститутам також доводиться стикатися з вірогідністю зниження платіжних надходжень. Для банківських установ — це скорочення надходження коштів на депозити.

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

Розраховується три типи надлишку: економічний, бухгалтерський і офіційний (останній здебільшого розраховується американськими інституційними інвесторами, які знаходяться у підпорядкуванні органів штату або федерального рівня).

Економічний надлишок — це різниця між ринковою вартістю активів і приведеною вартістю зобов'язань. З метою максимізації цього надлишку і страхування його від небажаних змін ринку була розроблена велика кількість стратегій. Щодо сучасної портфельної теорії, то її аналіз дає нам змогу зробити висновок про те, що при формуванні оптимального портфеля активів робиться акцент на максимізації дохідності активів і не приділяється достатньої уваги зобов'язанням.

Розрахунок бухгалтерського (облікового) надлишку базується на звітах про фінансовий стан інституційного інвестора. Відповідно із правилами фінансової звітності активи можуть оцінюватися за балансовою або ринковою вартістю залежно від того, як вони класифікуються.

Гарантування і страхування широко висвітлюються у різних літературних джерелах, тому коментарів не вимагають. Наголосимо лише на тому, що «той, хто страхується, не зменшує свої середні втрати, а тільки робить їх більш передбачуваними. Страхувальник же фактично займається диверсифікацією ризиків, укладаючи договори з різними страхувальниками і страхуючи різні ризики».

Розподіл ризиків між великою кількістю осіб відбувається при створенні різного роду пулів або фондів, у яких бере участь багато осіб. Прикладом розподілу фінансових ризиків може слугувати створення інвестиційного синдикату з інвестиційних банків у процесі андеррайтингу.

Формулювання цілей інвестування передбачає деяку попередню роботу. Так, необхідно оцінити наявний інвестиційний капітал, зібрати достатню інформацію про доступні об'єкти вкладень, оцінити економічну кон'юнктуру та прогнози на майбутнє тощо. На цьому етапі банківська установа з тим або іншим ступенем точності визначає свій *інвестиційний горизонт*, тобто проміжок часу, на який розповсюджується його стратегія і відносно якого оцінюються результати інвестиційного процесу (на жаль, у роботах, присвячених аналізу інвестицій і управлінню портфелем, цей чинник часто не враховується). Звичайно, у далекій перспективі процес інвестування не має чітких часових меж. Інвестиційний горизонт може бути невеликим, якщо інвестор орієнтується на отримання короткострокового доходу. У спекулянта це може бути день, а іноді година, у типового інвестора це може бути рік, декілька років або десятиліть.

У закордонній практиці попередні дослідження з питань вибору часу для інвестування коштів мають назву «таймінг». Добре

проведений таймінг дозволяє ефективно керувати інвестиційним горизонтом і підбирати саме той час для вкладання коштів, який є сприятливішим для досягнення цілей інвестора. Аналізуючи наукові праці з питань управління фінансовими інвестиціями ми виявили, що існують наступні найбільш розповсюджені стратегії управління інвестиційним горизонтом, які використовують банківські установи: стратегія короткострокового акцепту, довгострокового акцепту, стратегія «штанги» та стратегія відсоткових очікувань.

Стратегія короткострокового акцепту зумовлюється бажанням з боку банку вкладати кошти на період, що можна прогнозувати. Однією з її переваг є управління ліквідністю установи. Однак основною причиною вибору такої стратегії є неможливість довгострокового інвестування в умовах нестабільних ринків.

Стратегія довгострокового акцепту дає комерційному банку підвищену дохідність, оскільки довгострокові фінансові інструменти мають більшу дохідність порівняно з короткостроковими. Однак вони мають підвищений ризик, тому тут необхідний саме таймінг, який супроводжується дослідженнями ринку. Використання такої стратегії в Україні має місце завдяки «добровільному» введенню в обіг КОВДП.

Взагалі, для банківських установ найбільш оптимальною з точки зору компромісу між ліквідністю і дохідністю є стратегія «штанги». При цьому об'єктом диверсифікації є час погашення або сплати доходів по цінних паперах, коли банк вкладає кошти у короткострокові і довгострокові, а інвестування у середньострокові не здійснюється. Така стратегія є особливо популярною серед регіональних філій і відділень банків.

Стратегія відсоткових очікувань базується на корегуванні складу портфеля залежно від зміни ринкових ставок. На нашу думку, використання цієї стратегії в умовах України є неефективним, оскільки ставки можуть змінюватися так часто і настільки швидко, що навіть інституційний інвестор не має змоги своєчасно корегувати свій портфель.

Таким чином, наведені нами стратегії управління інвестиційним горизонтом мають чимало недоліків, а їх застосування можливе тільки за умови проведення попереднього аналізу. Крім цього, більшість цих стратегій орієнтуються на фінансові інструменти з фіксованою дохідністю і не враховують специфіку інструментів з невизначеною дохідністю, таких як акції, ф'ючерсні контракти та опціони. Однак тільки час обмежує коло управління інвестиційним горизонтом.