

# СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПРОБЛЕМИ ОБЛІКОВО-АНАЛІТИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СИСТЕМИ МЕНЕДЖМЕНТУ ПІДПРИЄМСТВА

УДК 338.24:71

**І.В. Борщук**

Національний університет “Львівська політехніка”

## МЕТОДОЛОГІЯ УПРАВЛІННЯ БАНКІВСЬКИМИ ПОРТФЕЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ТА ЇЇ СКЛАДОВІ

© Борщук І.В., 2014

Розглянуто основні напрями аналізу фондового ринку, досліджено методики управління банківським портфелем цінних паперів, зокрема методики визначення вартості та доходності цінних паперів, що входять до складу до банківського фондового портфеля, обґрунтовано використання основних показників для аналізу інвестиційної привабливості цінних паперів, проаналізовано стратегії управління фондовим портфелем та надано рекомендації щодо застосування їх у практичній діяльності банківських установ.

Ключові слова: фондовий ринок, портфельні інвестиції, банківський портфель цінних паперів, фундаментальний аналіз, технічний аналіз.

**I.V. Borshchuk**

Lviv Polytechnic National University

## METHODOLOGY OF BANKING PORTFOLIO INVESTMENTS AND ITS COMPONENTS

© Borshchuk I.V., 2014

The article discusses analysis of the main trends of the stock market, investigated management techniques banking portfolio, including methods for determining the value and profitability of securities included in the portfolio of bank stock, reasonable use of key indicators for the analysis of investment attractiveness of securities using fundamental analysis of existing stock portfolio management strategies and recommendations for use them in practice banks.

Extension of the scope of banking activities in the securities market requires priority areas mark the approach to the methodology of portfolio investment banking. A successful solution to this problem requires the use of many methods, techniques, methods, develop new mechanisms and approaches to managing portfolio investments of commercial banks. The main goal there should be security and return on investment, their growth and liquidity, taking into account indicators of investment attractiveness of securities and main risk factors. In modern conditions the Ukrainian stock market is not stable laws, which would allow to rely on one type of stock market analysis.

Therefore, in practice the most effective use of fundamental and technical analysis in conjunction, as in this case, the assessment of the situation on the stock market is more complete, leading to the reduction of uncertainties in interpreting and predicting the behavior of financial instruments.

**Constant changes in the stock market, changes in the market value of securities and financial position of companies issuing determine the need to improve the portfolio management.**

**The objectives of the article are: highlight the main components of the methodology of portfolio investment banking and analysis; provide advice on the practical application of management techniques banking portfolio.**

**Key words: stock market, portfolio investment, banking book securities, fundamental analysis, technical analysis.**

**Постановка проблеми.** Удосконалення діяльності кредитних установ потребує вирішення багатьох проблем, які передусім пов'язані із примноженням капіталу, підвищенням фінансової стійкості, вдосконаленням системи управління, розширенням сфери банківської діяльності. Одним з пріоритетних напрямів реформування кредитного сектора є активізація участі комерційних банків як найпотужніших фінансових інструментів у формуванні та розвитку фондового ринку України.

Постійні зміни ситуації на фондовому ринку, зміни курсових вартостей цінних паперів та фінансового стану підприємств-емітентів зумовлюють необхідність удосконалення процесу управління портфелем цінних паперів.

Поширення сфери банківської діяльності на ринку цінних паперів потребує визначення пріоритетних напрямів підходу до методології управління банківськими портфельними інвестиціями. Успішне вирішення цієї проблеми потребує використання багатьох методів, прийомів, способів розробки нових механізмів та підходів до управління портфельними інвестиціями комерційних банків. Головною метою в такому разі повинні бути безпека та прибутковість вкладень, їх зростання та ліквідність, урахування показників інвестиційної привабливості цінних паперів та основних факторів ризику. З огляду на це важливо розглянути основні напрями аналізу фондового ринку та методологію управління портфелем цінних паперів у банках.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання управління портфельними інвестиціями відображені у багатьох наукових публікаціях зарубіжних авторів. Серед них передовсім можна назвати Дж. Лінтнера, Г. Марковіца, Дж. Моссіна, Дж. Тобіна, С. Росса, У. Шарпа. У наш лексикон поняття “портфельне інвестування” увійшло зовсім недавно. Проте дослідження цієї проблематики вже привернуло увагу багатьох вітчизняних вчених, серед яких на особливу увагу заслуговують роботи І.А. Бланка, В.С. Загорського, В.Л. Луціва, В.В. Михальського, О.М. Мозгового, Р.М. Моторина, С.Т. Шклярука та інших. Об'єктивна необхідність подальшого поглиблення теоретичних досліджень з питань вдосконалення основних аспектів методології управління портфельними інвестиціями в комерційних банках зумовила актуальність подальших досліджень із цієї тематики.

**Мета:** виділити основні складові методології управління банківськими портфельними інвестиціями та проаналізувати їх; надати рекомендації щодо практичного застосування методик управління банківським портфелем цінних паперів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В теорії і практиці формування та управління портфелем цінних паперів існують два підходи: традиційний та сучасний.

Традиційна теорія ґрунтується на методах вивчення фондового ринку, щоб відібрати найпривабливіші об'єкти для інвестування, тобто вивчення відповідних характеристик цінних паперів для формування структури портфеля.

Формуючи портфель цінних паперів, банк повинен мати деякий механізм відбору в портфель тих чи інших видів цінних паперів, тобто вміти оцінювати їх інвестиційні властивості.

Основними факторами, які впливають на вибір банку під час внесення тих чи інших цінних паперів до свого портфеля, є:

- очікувана норма доходності;
- рівень ризику;
- рівень ліквідності цінних паперів.

Треба зазначити, що в цьому сенсі традиційна теорія інвестування має один недолік, цей підхід є одномірним – характеристикою активу є винятково доходність, тоді як другий фактор “ризик” не аналізується (принаймні, кількісно).

У міжнародній практиці спеціальні рейтингові агентства аналізують фінансовий ринок, а також цінні папери, що обертаються на ньому, класифікуючи їх з позиції якості, ризику та ефективності, що значно полегшує завдання інвесторів. Однак у нашій практиці загальноприйнятої рейтингової оцінки цінних паперів поки що не існує. Кожний комерційний банк, виходячи на фінансовий ринок, повинен на власний ризик дібрати цінні папери, які доцільно включити у фондовий портфель.

Під час прийняття рішення стосовно того, які цінні папери включати в фондовий портфель і в якій кількості, необхідно проаналізувати всі цінні папери, що обертаються на ринку, тобто на фондовому ринку загалом. Історично склалися три основні напрями в аналізі фондового ринку: економічний, фундаментальний та технічний аналізи [3].

Оскільки усі методи аналізу фондового ринку мають остаточну мету – оцінити вартість та доходність цінних паперів, то виникає необхідність у глибшому дослідженні економічного, фундаментального та технічного аналізу фондового ринку з позицій доцільності застосування їх під час портфельного інвестування комерційних банків.

Економічний аналіз є основою дослідження фондового ринку та зумовлює вивчення загальноекономічних умов функціонування, щоб оцінити сучасний стан економіки та її майбутнього розвитку. Невід’ємною складовою економічного аналізу є оцінка фази циклу ділової активності: підйом, кульмінація, спад та рецесія. Головними показниками бізнес-циклу є валовий внутрішній продукт та обсяг промислового виробництва. Динаміка цих показників зумовлює відповідну фазу циклу ділової активності.

Під час економічного аналізу необхідно враховувати такі фактори економічної діяльності, як: грошово-кредитну політику, зокрема рівень відсоткових ставок, державну податкову політику, рівень інфляції, інвестиції у розвиток бізнесу, вартість енергетичних ресурсів, динаміку валютних курсів.

Фундаментальний аналіз (fundamental analysis) – оснований на твердженні, що поведінка курсів цінних паперів є відображенням стану справ емітента, а також стану економіки загалом або певної галузі.

Умовно фундаментальний аналіз можемо поділити на три етапи:

- 1) визначення інвестиційне привабливих об’єктів (підприємств, банків, тощо);
- 2) аналіз фінансово-господарського становища емітента;
- 3) прогноз величини майбутніх доходів емітента, пов’язаних з ними дивідендів та визначення вартості цінних паперів.

На першому етапі аналізують ринок (галузь), на якому функціонують досліджувані інвестиційні об’єкти, щоб оцінити зовнішні фактори, що формують ринкову (галузеву) прибутковість, безпеку і ліквідність портфельних інвестицій, а також оцінюються місце емітента на ринку. На цьому етапі доцільно використовувати статистичні методи оцінки інвестиційної привабливості підприємств, зокрема для визначення сукупності потенційно привабливих об’єктів можна використовувати такий метод, як кластерний аналіз (об’єктом групування є інформаційний масив з  $n$  об’єктів за  $m$  ознаками) [1].

Для аналізу фінансово-майнового стану емітентів може використовуватися система як абсолютних, так і відносних показників, а також їх порівняння. Для оцінки рівня та аналізу показників фінансового стану емітента застосовуються такі типи порівняння: показники цього підприємства за минулий період, показники іншого підприємства аналогічного профілю та нормативні показники. Отже, під час аналізу фінансового стану емітента головну увагу звертають на вивчення фінансової звітності: балансу, звіту про фінансові результати, звіту про рух грошових коштів, звіту про власний капітал та інших фінансових джерел.

Комерційні банки України, оцінюючи фінансово-майновий стан та результати фінансово-господарської діяльності згідно з Положенням про порядок розрахунку резерву на відшкодування

можливих збитків банків від операцій з цінними паперами повинні використовувати таку систему показників на підставі регулярної фінансової звітності емітентів [5]:

1) для підприємств: наявність власного капіталу; наявність оборотних коштів; миттєва ліквідність; оборотність балансу; оборотність дебіторської заборгованості; оборотність кредиторської заборгованості; покриття кредиторської заборгованості потоками грошових коштів; маржа прибутковості; автономність; рентабельність капіталу (ROE); рентабельність активів (ROA).

2) для банків – дотримання нормативів (НІ-НІ9), згідно з вимогами Інструкції про порядок регулювання діяльності комерційних банків [4].

Для системи показників стану та результатів роботи підприємств нормативні значення не встановлюються. Тому під час порівняльного аналізу за базу порівняння банки беруть показники подібних установ (за обсягами діяльності, структурою та розміром сукупних активів).

Фінансово-майновий стан емітента є важливим, але не єдиним чинником, що впливає на інвестиційну привабливість акцій. Під час прийняття рішень про включення до портфеля необхідно, на нашу думку, враховувати й інші чинники: наявність суттєвих іноземних інвестицій; експортну зорієнтованість виробництва; ступінь відкритої інформації про підприємство (для зовнішніх користувачів).

Як зазначено вище, в міжнародній практиці поширені рейтинги, тобто оцінки за класом, рангом чи категорією тієї чи іншої фірми, а також емітованих нею цінних паперів. Існує принаймні два підходи до рейтингової оцінки [2]. При першому головним показником для обчислення рейтингів є капіталізація компанії, тобто сумарна ринкова вартість емітованих фірмою акцій. В основу другого підходу до ринкової оцінки покладено твердження, що найважливішим критерієм оцінки емітента є якість товарів (послуг), а також соціальна та екологічна відповідальність компанії. Довіра до рейтингів провідних консалтингових фірм у країнах із розвиненим фондовим ринком настільки висока, що зарахування цінних паперів до того чи іншого класу само по собі може впливати на їхню вартість.

В Україні існує певний досвід складання рейтингів емітентів та їхніх цінних паперів. Але довіра до таких рейтингів невисока, оскільки за базу розрахунків береться обмежена та часто недостовірна інформація.

Для оцінки інвестиційних властивостей цінних паперів можна використовувати фондові індекси. Фондові індекси визначають для характеристики динаміки змін курсової ціни акцій підприємств, компаній, фірм, для виявлення тенденцій змін стану економіки загалом або її основних галузей. У світі щоденно розраховується близько 2500 різних індексів. В Україні також існують фондові індекси, але поки що вони не можуть сповна і адекватно оцінити ринок цінних паперів.

Важливо зазначити, що інвестиційні властивості цінних паперів, які планують долучати до портфеля, оцінюються не тільки на основі загальних показників, що характеризують фінансовий стан емітента. Існують різні показники для кожного виду цінних паперів [2]. Так, властивості акцій окремих акціонерних товариств, на нашу думку, доцільно оцінювати за допомогою таких показників: капіталізована вартість акцій, балансова вартість однієї акції, співвідношення ринкової та балансової вартості, а прибуток на акцію, дивідендна віддача акції, коефіцієнт ціна-дохід, які найповніше характеризують інвестиційну привабливість вкладень.

Показник капіталізації є одним з найважливіших показників ефективності діяльності емітента. На відміну від простої оцінки зміни курсової вартості акцій, показник капіталізації дає змогу виявити зміну динаміки курсової вартості з урахуванням змін у структурі статутного фонду. В умовах українського фондового ринку дуже часто відбувається подрібнення або згрупування акцій, що призводить до змін їх курсової вартості, але має, зазвичай, штучне значення і не залежить від інвестиційної привабливості акцій. У такому разі лише оцінка акцій з погляду зміни розміру капіталізації емітента дає змогу об'єктивно оцінити інвестиційну привабливість емітента.

Показник капіталізації емітента розраховують і порівнюють за різні терміни часу (наприклад, рік). Якщо розмір капіталізації зменшився, то це є ознакою незадовільної інвестиційної привабли-

вості емітента. І, навпаки, швидке зростання розміру капіталізації свідчить про зацікавленість в акціях цього емітента багатьох інвесторів.

Комерційні банки сьогодні визначають ринкову вартість цінних паперів, що входять до складу їхніх портфельів відповідно до Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків від операцій з цінними паперами [5]. Розрахункова ринкова вартість визначається залежно від зарахування цінних паперів до однієї з чотирьох категорій. Для цінних паперів, що мають активний ринок (категорії 1 та 3) розрахункова ринкова вартість визначається на основі середнього котирування цінних паперів протягом періоду, зазначеного в положенні і скоригованого на фактор ризику емітента (якщо розрахунок такого є можливий).

Визначення фінансового стану та результатів роботи емітента цінних паперів, на нашу думку, не завжди є вигідним для банку, оскільки витрати на щомісячний аналіз інформації щодо стану емітента можуть не перекривати вигоду від отримання таких аналітичних даних.

Для цінних паперів у портфелі банку, що не мають активного ринку (категорії 2 і 4), розрахункова ринкова вартість визначається за відповідними формулами [5].

У разі зниження ринкової вартості групи цінних паперів нижче від рівня балансової вартості комерційні банки зобов'язані сформувані спеціальний резерв під цінні папери в портфелі банку на суму різниці між ринковою та балансовою вартістю. Для портфеля цінних паперів на інвестиції ринкова вартість обчислюється відразу для всього портфеля, а не окремої групи цінних паперів. За результатами планової переоцінки банк зобов'язаний коригувати суми сформованого резерву для портфеля цінних паперів на продаж щомісячно, а для портфеля цінних паперів на інвестиції 1 раз на рік.

Для обчислення суми резерву використовується як норма альтернативної доходності інвестицій ставка KIBOR, що безпосередньо прив'язана до облікової ставки НБУ, а не до змін на фондовому ринку, зокрема на світовому фондовому ринку. Оскільки останнім часом відбувається різке зниження облікової ставки, то відповідно знижується і розмір резерву під цінні папери. Тобто реально такий резерв може бути заниженим.

Технічний аналіз (technical analysis) сформувався як загальна теорія тільки у 70-ті роки ХХ ст. з розвитком комп'ютерної техніки і на відміну від фундаментального аналізу виходить з діаметрально протилежних передумов. Технічний аналіз не передбачає вивчення економічного стану і перспектив діяльності емітента, оскільки вважає, що вони вже враховані ринком в оцінці поточної ціни активів [1]. Цей аналіз ґрунтується на твердженні, що в русі біржових курсів уже відображається вся інформація, яка лише згодом стає об'єктом фундаментального аналізу. Отже, за основу технічний аналіз бере біржові дані котирування акцій. Основними об'єктами аналізу є ціна, обсяги угод, дохідність та інші. За даними біржі про котирування за різні періоди часу інвестор може передбачити напрямок руху ціни. Попит на цінні папери і пропозиція капіталу показують, яким буде ринок – ринком “биків” (коли курси акцій переважно зростають), або ринком “ведмедів” (коли курси акцій здебільшого знижуються).

Найвагомішими концепціями технічного аналізу є: 1) Теорія Доу; 2) Концепція активності торгових операцій; 3) Концепція індикаторів ринку; 4) Концепція технічних умов ринку.

Реально технічний аналіз проводиться графічно, а отримані конфігурації, що відображають ринкову поведінку цінних паперів, класифікуються. Якщо колишня та поточна інформація про поведінку конкретного цінного паперу відповідає певному типу конфігурації, то саме такий тип стає основою для прогнозування майбутньої ціни.

Одним із основних методів технічного аналізу є побудова гістограм. По осі Х відображається інтервал часу (один біржовий день). По осі Y рівень ціни на цінні папери або індекси, які характеризують ринкові інструменти. Під час біржового дня ціни на цінні папери можуть неодноразово змінюватися, тому на вертикальній осі відкладаються точки, які відображають цю зміну. Усі ці точки з'єднуються вертикальною лінією, довжина якої характеризує амплітуду коливань цін. Обсяги торгів вказуються у нижній частині графіка вертикальними рисками під відповідними ціновими показниками (як правило, для показу обсягів торгів використовується друга шкала ординат).

Отже, технічний аналіз використовується для розв'язання трьох основних задач:

- прогнозування рівня цін;
- знаходження оптимального моменту часу для продажу або купівлі цінних паперів;
- перевірки повноти і достовірності результатів проведеного фундаментального аналізу.

І фундаментальний, і технічний аналізи мають своїх прихильників та противників, і представляють два традиційні методи інвестиційного аналізу. Дотепер існує спір про переваги та недоліки кожного з цих методів. Оскільки під час застосування цих методів для аналізу фондового ринку України ми зіштовхуємося з низкою проблем, зокрема, сучасний український ринок цінних паперів погано піддається статистичному прогнозуванню, адже є мало ліквідним, а застосування фундаментального аналізу є ще менш ефективним з погляду відсутності дивідендної політики і надійності фінансової звітності емітентів.

У сучасних умовах на українському фондовому ринку немає стійких закономірностей, які б дали змогу спиратися переважно на технічний чи фундаментальний аналіз. Технічний аналіз головно розглядається як необхідне доповнення до фундаментального. Треба зазначити, що аналіз фундаментальних факторів загалом дає точнішу уяву про ситуацію, а торгові рішення найчастіше на практиці приймаються з огляду на досвід брокера.

Саме тому на практиці найефективнішим є застосування комерційними банками фундаментального і технічного аналізу у поєднанні, оскільки в цьому разі оцінка ситуації на фондовому ринку є повнішою, що веде до зменшення неточностей у разі інтерпретації та прогнозування поведінки фондових інструментів.

Сучасна інвестиційна теорія почала зароджуватися ще в 20–30 роки ХХ ст., проте вирішальний крок у її розвитку зробив Гаррі Марковіц, запропонувавши в 1952 році математичну модель формування оптимального портфеля цінних паперів. Основна заслуга Марковіца, яку запропонував він теоретично – ймовірна формалізація поняття доходності і ризику. Це відразу дало змогу перевести завдання вибору оптимальної інвестиційної стратегії математичною мовою. Згодом у 1963 році учень Марковіца Уільям Шарп запропонував спрощений метод вибору оптимального портфеля, який зводив задачу квадратичної оптимізації за Марковіцем до лінійної [6]. Створення Шарпом цього методу або так званої однофакторної моделі ринку капіталів (де вперше з'явився “альфа” і “бета” характеристики акцій) [6] дало змогу ще в 70-ті роки використовувати методи портфельної оптимізації на практиці. Тоді ж з'явилися перші пакети програм для рішення задач управління портфелем цінних паперів.

Сьогодні модель Марковіца використовується на першому етапі формування портфеля – при розподілі капіталу по різних типах активів (asset allocation), а однофакторна модель Шарпа на другому етапі – коли капітал розподіляється між конкретними активами, що складають вибраний раніше сегмент.

У кінці 50-х – на початку 60-х років з'явилися роботи Джеймса Тобіна про портфельне інвестування. Основною темою в них стає аналіз факторів, що спонукають інвестора формувати портфель цінних паперів, а не тримати капітал у готівково-грошовій або іншій формі [9].

Проте треба зазначити, що деяку відмінність його підходу до портфельного інвестування від теорії Марковіца. Підхід Марковіца покладено в основу мікроекономічного аналізу, у такому разі акцентують увагу на поведінці окремого інвестора, що формує оптимальний, з його погляду, портфель на основі оцінки доходності і ризику активів, що входять до його складу.

Тобін формулює макроекономічний підхід до сучасної теорії інвестування, де основним об'єктом вивчення є розподіл сукупного капіталу в економіці по двох формах: готівковій (грошовій) і безготівковій (у вигляді цінних паперів).

Ще одним вагомим відкриттям в інвестиційній теорії стали роботи: У. Шарпа (1964) [8], Дж. Лінтнера (1965) і Дж. Моссіна (1966), що були пов'язані зі створенням так званої моделі оцінки капітальних активів CAPM (Capital Asset Price Model), що стала своєрідним макроекономічним узагальненням теорії Марковіца. Основним результатом CAPM є встановлення співвідношення між доходністю і ризиком активу на рівноважному ринку. Введення понять систематичного і несистематичного ризику дало змогу отримати лінійний характер зв'язку між доходністю і ризиком

та дати його точну аналітичну інтерпретацію. Важливим є той фактор, що, вибираючи оптимальний портфель, інвестор повинен враховувати не “весь” ризик, пов’язаний з активом (ризик по Марковіцу), а тільки частину його, систематичний або ринковий ризик, що не може бути усунений диверсифікацією портфеля.

У 1977 році Стів Росс запропонував альтернативну модель оцінки капітальних активів – арбітражну модель АРМ (Arbitrage Pricing Model) [7]. Ця модель ґрунтується на принципі, що співвідношення між очікуваною дохідністю і ризиком повинно бути таким, щоб ні один індивідуальний інвестор не міг отримати необмежений дохід від суто арбітражної угоди. Ця модель, на думку Росса, допускає емпіричну перевірку на відміну від запропонованої Шарпом САРМ.

У літературі натрапляємо на різні погляди щодо практичного застосування розглянутих моделей під час портфельного інвестування на українському фондовому ринку. Зокрема, на думку вчених, що займаються цією проблематикою, під час формування портфеля цінних паперів вітчизняні інвестори можуть скористатися сповна лише моделлю Марковіца, а допустимі портфелі моделей Блека, Тобіна–Шарпа–Літнера, а також моделі САРМ і АРМ на українському фондовому ринку практично не працюють, оскільки містять обмеження, що закладені в основних постулатах. Найвагомішими з них є припущення про існування безризикового активу (портфеля). У світовій практиці еталоном безризиковості є державні облігації, а ОВДП цим критеріям не відповідають. Ми поділяємо думку автора щодо цього зауваження. Але вважаємо, що використання моделі Марковіца є малоефективним, адже ця модель передбачає велику кількість розрахунків. Що ж до теорії АРМ, то вона також вимагає розрахунків впливу багатьох факторів, для яких необхідні значні статистичні масиви даних, що не зібрані у вітчизняній практиці фондового ринку. Тому, на нашу думку, комерційним банкам під час прийняття інвестиційних рішень, доцільно використовувати модель оцінки фінансових активів (САРМ).

Оскільки на ринку існує велика кількість цінних паперів, то відповідно є безліч варіантів формування портфеля цінних паперів та управління ним. В Управлінні портфелем цінних паперів комерційного банку можна виділити дві основні стратегії: пасивну і активну.

В основу цих двох стратегій покладено поняття ефективності ринку. Теорія ефективності ринку тісно пов’язана з інвестиційною теорією та теорією фінансового менеджменту. Теорія ефективності ринку висвітлює проблему “адекватності” ринкових цін фінансових активів, в її основу покладено питання: наскільки повно відображають ринкові ціни “істинну вартість” фінансових активів. Інвестор, помітивши, що ринок систематично недооцінює або переоцінює той чи інший цінний папір, міг би отримувати дохід достатньо довго і практично без ризику. Гіпотеза ефективності ринку (ЕМН) підтверджує, що це неможливо. ЕМН є одною з головних ідей сучасної теорії фінансів. Ця гіпотеза припускає, що ціна фінансового інструмента повністю відображає інформацію, що стосується цього активу. Тому неможливо на систематичній основі отримувати надприбуток від операцій з фінансовими активами.

Отже, ринок вважається ефективним відносно будь-якої інформації, якщо вона відразу відображається в курсовій вартості фінансових активів (цінних паперів). Виділяють три форми ефективності ринку: слабку, середню і сильну. За слабкої форми ефективності в курсовій вартості цінних паперів враховується вся минула інформація (дані, що підлягають технічному аналізу). Тому під час аналізу цінних паперів, що обертаються на слабо ефективному ринку недоцільно використовувати методи технічного аналізу, бо минула інформація вже закладена в ціні активу.

За середньої форми ефективності ринку враховується вся минула і поточна інформація. Тобто якщо ринку відома середня інформація, то неможливо отримати надприбуток за рахунок використання інформації, що містить перш за все матеріал для фундаментального аналізу. Тому за середньої форми ефективності ринку недоцільно використовувати для аналізу цінних паперів методи технічного та фундаментального аналізу. За сильної форми ефективності ринку в курсовій вартості активів враховується, крім минулої та поточної, ще внутрішня інформація (така інформація відома лише обмеженому колу, наприклад, керівництву компанії).

Існує також поняття операційної ефективності ринку. Операційна ефективність ринку говорить про те, наскільки швидко виконуються розпорядження інвестора про здійснення угоди з цінними паперами, і залежить, перш за все, від ступеня розвитку інфраструктури фінансового ринку. Якщо ринок не є операційно ефективним, то він не буде і інформаційно-ефективним.

Як зазначено вище, саме уявлення менеджера про ефективність ринку покладено в основу вибору ним активної чи пасивної стратегії управління портфелем цінних паперів.

Пасивній стратегії управління надають перевагу ті менеджери, які припускають, що ринок цінних паперів є ефективним. У такому разі немає необхідності переглядати портфель цінних паперів, оскільки ефективний ринок завжди “правильно” оцінює активи. Тобто пасивне управління ґрунтується на припущенні, що ринок достатньо ефективний для досягнення успіху у виборі цінних паперів або в обліку часу. Пасивний портфель переглядається тільки у тому випадку, якщо змінилися плани інвестора або на ринку сформувалися нові погляди відносно ризику і доходності ринкового портфеля. Суть тактики пасивного управління полягає в створенні добре диверсифікованого портфеля цінних паперів з наперед заданими рівнями ризику та доходності. Менеджер, обираючи пасивну стратегію управління, не ставить перед собою завдання отримати вищий дохід, ніж у середньому пропонує ринок для цього рівня ризику.

Якщо портфель складається з невеликої кількості цінних паперів, він зберігає значну частку диверсифікованого ризику. Для зниження цього ризику використовують найпоширеніший метод пасивної стратегії управління, який називається копіюванням індексу або методом створення індексного фонду [2]. Індексний фонд – це портфель, який є дзеркальним відображенням руху вибраного індексу, що найповніше характеризує стан фондового ринку. Українські комерційні банки можуть формувати свій портфель з цінних паперів, що входять до складу відомих в Україні фондових індексів. Це – КАС-20, ПФТС, Wood-15, SBPU-30, ProU-50, IPI-U, до бази цих індексів належать переважно енергетичні та металургійні підприємства. Наприклад, якщо частка і-ї компанії при розрахунку індексу ПФТС становить 10 %, то банк-інвестор повинен мати в своєму портфелі так само 10 % акцій цієї компанії із загальної кількості цінних паперів у портфелі.

Копіювання індексу може бути повним і частковим. Повне копіювання потребує значних витрат, оскільки інвестору потрібно купувати порівняно малу кількість активів (сума коштів, виділена на формування портфеля цінних паперів може бути доволі незначною). Крім того, при зміні складу індексу відразу змінюється структура портфеля, що вимагає додаткових затрат. Тому, як правило, менеджери використовують метод копіювання індексу на основі певної вибірки цінних паперів, що входять в індекс, і які найточніше повторюють його динаміку.

Під час створення індексного фонду виникає ще одна проблема, що робить досить незручним використання цього методу. Виплата процентів та дивідендів за цінними паперами, що входять до складу індексів, автоматично відображається на вартості портфеля і менеджер має додаткові витрати на реінвестування отриманих засобів.

Другим методом пасивного управління є метод стримування портфелів, суть якого полягає в інвестуванні в неефективні цінні папери, коли вибирають акції з мінімальним співвідношенням ціни і доходу, що дає змогу отримати дохід від спекулятивних операцій на біржі (у разі зменшення ціни акції купують, а в разі зростання ціни – продають).

Метод імунізації дає змогу інвестору отримати фіксовану суму грошей через визначений ним строк за будь-якої зміни процентної ставки. Отже, якщо менеджер хоче застрахуватися від зміни вартості портфеля облігацій до визначеного часу, він може застосувати стратегію імунізації. Стратегія імунізації полягає у формуванні портфеля, тривалість якого дорівнює визначеному періоду (проміжку часу до моменту виконання зобов'язань). Проте стратегія імунізації портфеля, на нашу думку, дає ефективний результат тільки для невеликих змін у процентних ставках. Якщо ж до складу портфеля входять облігації з дюраціями, які суттєво відрізняються одна від одної, то виникає ризик імунізації, який полягає в тому, що за зміни кон'юнктури ринку крива доходності не буде змінюватися паралельно (стратегія імунізації побудована на припущенні про паралельну структуру ставок доходності, тобто припускається, що довгострокові та короткострокові облігації

мають однакову доходність і відповідно коливання процентних ставок однакові для всіх видів облігацій).

Отже, як зрозуміло з розглянутих методів управління, пасивна стратегія управління портфелем цінних паперів не обмежується простим правилом “купи та володй”, а містить і активні елементи управління. Як правило, пасивні методи управління полягають у формуванні портфеля, який забезпечує заздалегідь визначені результати незалежно від коливання цін та процентних ставок на ринку.

Протилежний цьому активний підхід передбачає здатність інвестора прогнозувати майбутні зміни. Активну стратегію управління портфелем цінних паперів проводять менеджери, переконані, що ринок не є ефективним, принаймні щодо окремих видів цінних паперів, і відповідно квестори мають різні очікування відносно їх доходності і ризику. Ціни на цінні папери, що обертаються на ринку є завищеними або заниженими. Тому активна стратегія ґрунтується на частому перегляді портфеля, щоб включити до нього ті фінансові інструменти, які неправильно оцінені ринком, для подальшого їх перепродажу.

Відшуковуючи необхідні цінні папери, менеджер повинен перш за все, прийняти рішення щодо розподілу засобів (asset allocation) за певними категоріями активів. Це рішення приймається на основі оцінок доходності і ризику цих груп активів. Далі менеджер банку повинен вибрати конкретні цінні папери вже всередині кожної категорії. Таке рішення називають рішенням з вибору активів (security selection).

У разі формування великого портфеля і включення до нього різноманітних категорій цінних паперів, доцільно розбити його на декілька невеликих портфелів, наприклад, по кожній групі, і кожним з цих портфелів буде управляти окремий менеджер. У такій ситуації доцільно також призначити ще одного менеджера, який би стежив за загальним ризиком портфеля.

Активне управління портфелем цінних паперів у комерційному банку ґрунтується також на застосуванні похідних фінансових інструментів: форвардів, ф'ючерсів, опціонів, своп-контрактів.

Похідні фінансові інструменти активно використовуються в сучасній світовій практиці управління портфелем цінних паперів, тому що угоди з ними мають суттєві переваги порівняно з угодами на спотовому ринку. По-перше, строкові контракти більш ліквідні, ніж спотові інструменти; по-друге, комісійні на строковому ринку, як правило, менші, ніж на спотовому.

Строковий ринок виконує низку важливих макроекономічних функцій, зокрема, створює передумови для ефективного функціонування ринкової економіки, сприяючи підвищенню ліквідності ринку та забезпечуючи мінімізацію фінансових ризиків проведенням операцій хеджування за допомогою строкових угод. Строковий ринок складається з таких основних сегментів, як форвардний та ф'ючерсний ринки, ринки опціонів та своп-контрактів. Український ринок похідних цінних паперів ще мало розвинений і існує більше теоретично, ніж практично. Строковий ринок в Україні фактично представлений тільки ф'ючерсним валютним ринком, оскільки з форвардами та опціонами проводять лише окремі операції, а своп-контрактів не укладають взагалі. Організована торгівля похідними фінансовими інструментами здійснюється тільки на двох біржах – Київській універсальній біржі (КУБ) та на секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі.

Об'єктивна потреба у функціонуванні строкового ринку зумовлена необхідністю створення механізму мінімізації ризиків, який дає змогу банкам здійснювати операції з цінними паперами незалежно від кон'юнктури ринку та забезпечує їх фінансову стабільність. Строковими контрактами передбачається попереднє визначення всіх умов здійснення операцій, зокрема цін купівлі–продажу. Це дає змогу не наражатися на ризик зміни ціни цінного паперу протягом періоду від дати укладання угоди до дати проведення реальної операції. Укладання строкових угод, щоб мінімізувати ризик, визначає суть операцій хеджування як одного з найпопулярніших у світовій практиці підходів до управління ризиками.

Одним із різновидів активної стратегії управління є механічні стратегії торгівлі фінансовими інструментами, що ґрунтуються на визначенні ринкового тренду. Коли ринок є неефективним, то інформація відображається в ціні активу поступово. В результаті формується певний ціновий тренд.

Механічна стратегія полягає в тому, що інвестор фіксує рух ціни активу догори знаком “+” і донизу знаком “-”. У результаті виникає деяка послідовність плюсів і мінусів, і якщо вона має деяку статистичну стійкість, то можна отримати прибуток від купівлі або продажу цінних паперів у відповідні періоди. Для адекватнішого відображення ринкової інформації, щоб не пропустити можливу тенденцію руху ціни, механічну стратегію можна доповнювати визначенням певного кроку зміни ціни. Так, якщо ціна цінного паперу змінюватиметься меншою мірою, ніж заданий крок, то таку зміну варто брати до уваги.

Органи банківського нагляду в більшості країн несхвально ставляться до спекулятивної торгівлі цінними паперами в банку, через що багато інвестиційних менеджерів, особливо в невеликих банківських установах, надають перевагу пасивному портфелю. Великі міжнародні та регіональні банки, навпаки, дотримуються активної політики, здійснюючи гру на майбутніх змінах ставок та курсів цінних паперів.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** У сучасних умовах на українському фондовому ринку немає стійких закономірностей, які б дали змогу спиратися на один з видів аналізу фондового ринку. Саме тому на практиці найефективнішим є застосування фундаментального та технічного аналізу у поєднанні, оскільки в цьому разі оцінка ситуації на фондовому ринку є повнішою, що веде до зменшення неточностей під час інтерпретації та прогнозування поведінки фондових інструментів.

Реально на практиці досить важко уявити застосування суто активних або суто пасивних стратегій управління портфелем цінних паперів у комерційному банку. За пасивного підходу інвестор все одно формує рішення, що тією чи іншою мірою ґрунтується на прогнозуванні подальших подій. У разі ж застосування активної стратегії завжди є необхідність страхування від несприятливого розвитку подій. Тому, на нашу думку, під час управління портфелем цінних паперів у комерційному банку доцільним є використання елементів як пасивної, так і активної стратегії.

1. Моторин Р.М. Економічна статистика: навч. посіб. / Р.М. Моторин, А.В. Головач, А.В. Сідорова, Н. М. Атаманчук, З. П. Баранік; Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2005. – 362 с.
2. Царенко О.М. Корпоративне управління і фондовий ринок: підручник. / О.М. Царенко, Н.О. Бей, О.Д. Мартиненко, І.В. Сало / за ред. І.В. Сала. – Суми: ВТД “Університетська книга”, 2009. – 287 с.
3. Чесноков В. Фінансові інструменти: навч. посіб. – К.: ЦНЛ, 2008. – 288 с.
4. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні, затверджена Постановою Правління НБУ від 28.08.2001 р. № 368.
5. Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій з цінними паперами, затверджене Постановою Правління НБУ від 30.12.1999 р. № 629.
6. Markowitz H.M. Portfolio Selection *Journal of Finance* 7(1). March, 1952. – P. 77–91.
7. Ross S.A. The arbitrage theory of capital asset pricing, *Journal of economics theory*, Dec., 1976.
8. Sharp W.F. A Simplified Model for portfolio analysis, *Management Science*, January 1963.
9. Torbin J. The Theory of Portfolio Selection in F.H. Harn and F.H. Harn and F.R.P. Brechling (eds), *The Theory of Interest Rate*. – London: Macmillan, 1965. – P. 3–51.