

## ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ ОЦІНКИ ЛІКВІДНОСТІ ПОРТФЕЛЮ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

*Д.е.н., проф., Т.А. Васильєва, Д.Л. Циганюк*

### АНОТАЦІЯ

*В статті розглянуті основні наукові підходи до розуміння поняття «ліквідність активу». Встановлено, що основним фактором, що визначає ліквідність (неліквідність) активу вважається співвідношення попиту та пропозиції на ринку та ринкова активність щодо даного активу; обґрунтовано, що існуючі методичні підходи до кількісної оцінки ліквідності не враховують суб'єктивних факторів з боку інвестора; удосконалено методичні підходи до кількісної оцінки ліквідності активу за рахунок запровадження коефіцієнту ефективності ліквідності, структуризація портфелю за яким значно підвищить ефективність управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування.*

### Вступ

Збільшення різноманітності та сили впливу економічних ризиків обумовлює зростаючу потребу портфельних інвесторів оперативно реагувати на ринкові зміни. Однією з найнебезпечніших ринкових змін для інвестиційних фондів є зниження схильності до заощаджень у населення. Це супроводжується масовим відтоком грошових коштів з банківських рахунків (протягом 2009 р. зменшення депозитів резидентів України у національній валюті загалом по депозитним корпораціям України склало 28,744 млрд. грн. [1] або 14%, що є досить суттєвим для економіки України), зниженням обсягів залучення ресурсів потенційних інвесторів до інвестиційних фондів та інших фінансових посередників, що в свою чергу зменшує фінансові можливості операторів фондового ринку та охолоджує сам ринок цінних паперів в країні.

Під час фінансової кризи більшість інвестиційних фондів зазнали збитків через необхідність швидко отримати грошові кошти, внаслідок чого їм довелося реалізовувати свої фінансові активи за несприятливої ринкової кон'юнктури. На наш погляд цього можна було б уникнути, якби портфельні інвестори оцінювали ліквідність активів не лише з точки зору активності ринку та співвідношення попиту та пропозиції на актив, а й у прив'язці до фінансового результату внаслідок закриття інвестиційної позиції. Актуальність даної теми посилюється ще й тим, що сам ринок цінних паперів України ніколи не характеризувався великими обсягами операцій та значною активністю, оскільки українська фінансова система є банкоцентричною і фондовий ринок відіграє другорядну роль в інвестиційних процесах України. Саме тому, вдосконалення системи оцінки ліквідності портфелю цінних паперів інститутів спільного інвестування є актуальним для сучасних умов функціонування фінансового ринку України.

### Аналіз останніх досліджень.

Вивченню теоретичних та методологічних засад управління ліквідністю портфелю цінних паперів присвячено наукові праці відомих зарубіжних учених: Ж. Тіроля, Б. Койла, Т. Кордія, Б. Хольстрома, Р. Кабаллеро, А. Бураскі та інших. Серед українських вчених ліквідність цінних паперів була в центрі уваги в працях Ларичева О.И., Вітлінського В. В., Ястремського О.І., Ковальова В.В., Ковальчук Т.Т., Ізмайлової К.В., Кочеткова В.М., Христофорової О.М., Шаповалова А.В.

В той же час, незважаючи на велику увагу з боку вчених до дослідження проблем управління ліквідністю портфелів фінансових активів, сучасність виявляє певні недостатньо дослідженні сторони даного питання. Так, на наш погляд невиправдано, залишено поза увагою зв'язок між ринковою ліквідністю та доходом (збитком) від проведення конвертації фінансового активу. Крім того, у портфельній теорії основними принципами побудови портфелю до цього часу залишається доходність фінансового активу та його ризикованість [2,3], при цьому ліквідність активу розглядається лише у межах ризикованості і відіграє там далеко не головну роль.

### Постановка проблеми

З огляду на вищезазначене метою даної статті є вдосконалення науково-методичних підходів до управління ліквідністю портфелю цінних паперів на основі врахування очікуваного економічного ефекту в разі закриття інвестиційної позиції.

### Результати

В науковій літературі досліджується досить багато ризиків, які так чи інакше впливають на результати діяльності інститутів спільного інвестування (ІСІ). Від їх своєчасної оцінки та розробки заходів протидії залежить кінцевий економічний результат діяльності ІСІ на фінансовому ринку України.

Як видно з таблиці 1, сьогодні понад 75% інвестиційного портфелю вітчизняних ІСІ розміщені у цінні папери. Це вказує на те, що для забезпечення динамічності ІСІ визначальним фактором буде швидкість конвертації цінних паперів у грошові кошти без значних фінансових втрат для ІСІ.

Таблиця 1 – Структура активів ІСІ України станом на 01.10.2009 року [4].

Відкриті ІСІ	Питома вага	Інтервальні ІСІ	Питома вага	Невенчурні ІСІ	Питома вага
Інші активи	0,10%	Інші активи	0,10%	Інші активи	4,03%
Грошові кошти та банківські депозити	23,68%	Грошові кошти та банківські депозити	22,83%	Грошові кошти та банківські депозити	6,09%
ОВДП	6,46%	ОВДП	2,72%	ОВДП	0,17%
Облігації місцевих позик	8,11%	Облігації місцевих позик	3,21%	Облігації місцевих позик	0,04%
Акції	34,00%	Акції	58,29%	Акції	67,10%
Облігації підприємств	25,68%	Облігації підприємств	12,21%	Облігації підприємств	19,78%
Інші	1,97%	Інші	0,64%	Інші	1,33%
Нерухомість	0,00	Нерухомість	0,00	Нерухомість	0,23%
Ощадні сертифікати	0,00	Ощадні сертифікати	0,00	Ощадні сертифікати	1,23%

У вітчизняній та світовій практиці для виміру можливості та швидкості переведення цінних паперів у грошову форму використовується поняття «ліквідність». Початково ліквідність визначалася як можливість активу бути трансформованим у гроші [5,6,8], проте згодом визначення трохи трансформувалося, врахувавши те, що при переведенні у грошову форму повинна використовуватися або ринкова, або близька до ринкової ціна [7,9,10,11,12].

Таким чином найбільш поширеним визначенням ліквідності на сьогодні є її трактування як можливості активу бути переведеним у грошову форму за ціною близькою до ринкової. Від швидкості переведення залежить рівень ліквідності: чим вона більша – тим вища ліквідність активу.

Що ж стосується кількісної оцінки ліквідності конкретного цінного паперу, то єдиного підходу серед науковців тут немає. Наприклад В.В. Твардовський [13] пропонує враховувати такі показники:

- середню кількість днів обороту цінного паперу;
- кількість угод, які здійснюються на організаторах торгівлі за одиницю часу;
- середній оборот торгів по цінному паперу за одиницю часу;
- спред між цінами пропозиції та попиту;
- відношення кількості акцій на організаторах торгів до загальної кількості випущених акцій.

О.Г. Мендрул та І.А. Павленко [14] для комплексної оцінки ліквідності акцій пропонують розглядати 3 показника: коефіцієнт ліквідності акцій, коефіцієнт попиту-пропозиції та коефіцієнт обороту акцій. Відповідно коефіцієнт ліквідності акцій розраховується як відношення загального обсягу пропозиції акції до реального обсягу продаж по даній акції.

Співвідношення між попитом та пропозицією визначається через коефіцієнт «пропозиція-попит», який розраховується як частка від ділення ціни пропозиції акції (ask) на ціну попиту на акцію (bid).

Коефіцієнт обороту акцій дає можливість оцінити обсяг обороту акцій і розраховується як відношення обсягу продаж акцій до капіталізованої вартості акцій.

Перевагами даних методик є те, що вони досить об'єктивно оцінюють рівень ринкової ліквідності акції. Так, врахування співвідношення обсягу пропозиції та обсягу продажу дає змогу визначити реальну активність ринку щодо даної акції; співвідношення цін попиту та пропозиції визначає рівень узгодженості продавців та покупців, близькість ціни даної акції до рівноважної на даний момент. Відношення ж обсягу продаж по акції до капіталізованої вартості дає змогу оцінити, наскільки акції даного емітента є популярними серед торговців цінними паперами, та яка питома вага акціонерного капіталу емітента знаходиться в постійному обігу на ринку цінних паперів.

Проте, як ми бачимо і з визначень ліквідності, і з методик її обчислення, при оцінці рівня ліквідності цінного паперу, враховуються лише ринкові фактори, а сама ліквідність розуміється як об'єктивна характеристика цінного паперу, яка не залежить від суб'єкту відносин з ним. На наш погляд, таке трактування не в повній мірі відображає сутність ліквідності. При розгляді можливості конвертації активу у гроші в існуючих методиках беруться до розрахунку ринкові ціни – bid та ask. Такий підхід є зрозумілим та справедливим, коли потрібно оцінити ринок взагалі, але він є неприйнятним, при оцінці, наприклад, портфелю цінних паперів конкретного ІСІ або іншого інвестора. Для кращого розуміння цього факту, слід розглянути мотиви, якими буде керуватись інвестор в разі продажу активу. Серед таких можуть бути: втрата активом інвестиційної привабливості (зниження доходності або збільшення ризиків), поява більш привабливих активів, плановане закінчення терміну інвестування та незапланована потреба у коштах. У всіх цих випадках для інвестора буде мати значення не тільки швидкість конвертації активу в гроші, а й його збиток або прибуток в результаті такої конвертації. При цьому до витрат інвестора крім комісійних буде додаватись різниця між ціною купівлі активу та його продажу та витрати на утримання цінного паперу в портфелі (пропонуємо порівняти їх до альтернативних доходів у вигляді середньоринкової річної банківської ставки по депозитам), а до доходів – сума дивідендів або інших доходів, отриманих за цінним папером протягом відповідного періоду. Пріоритетність швидкості та доходності конвертації для інвестора буде залежати від ринкової ситуації та схильності інвестора до ризику. В тому випадку, коли швидкість буде на другому плані, баланс між ринковими цінами попиту та пропозиції також відійде для інвестора на другий план, а на першому місці буде баланс між поточною ринковою ціною попиту та внутрішньою вартістю активу у портфелі ІСІ. Оскільки ринкова ціна попиту (bid) відображає ціну, за якою ринок готовий купити актив, то в разі появи пропозиції за такою ж або близькою ціною, актив буде ліквідним. Ціна ж пропозиції залежить від суб'єктивних факторів, і найбільше пов'язана з ціною купівлі цього активу інвестором.

З огляду на вищезазначене, ми пропонуємо окрім традиційних показників ліквідності, які характеризують активність ринку стосовно акції, розраховувати коефіцієнт ефективності ліквідності акції на момент оцінки, або на прогнозний момент в майбутньому.

$$k_{e.l.} = \frac{P_{buy} * (1+r)^T - \sum d}{P_{bid}} \quad (1)$$

де  $P_{buy}$  – ціна, за якою акція була куплена,  $P_{bid}$  – поточна, або прогнозована ціна попиту на акцію на ринку, ціна  $Bid$ ,  $r$  – середньоринкова річна банківська депозитна ставка,  $T$  – термін перебування акції в портфелі ІСІ в роках,  $\sum d$  – сума дивідендів, отриманих за акцією протягом періоду  $T$ .

Якщо  $k_{e.l.} \geq 1$ , ліквідність такої акції для інвестора буде ефективною, тобто при конвертації акції у гроші він не отримає збитку. Якщо  $k_{e.l.} < 1$ , для інвестора така ліквідність буде неефективною, що дасть привід до пошуку інших джерел коштів в разі їх нагальної потреби.

Коефіцієнт  $k_{e.l.}$  доцільно розраховувати в розрізі окремих видів цінних паперів, оскільки, в залежності від виду активу, різними можуть бути умови та традиційні строки укладення угод. Відповідно, при розрахунку коефіцієнта ефективності ліквідності для портфелю цінних паперів ІСІ в цілому потрібно враховувати дані міжвидові відмінності та корегувати коефіцієнти. Динамічний аналіз даного коефіцієнту дасть змогу визначити клас цінного паперу. Так, наприклад, в разі коли коефіцієнт ефективності ліквідності (його ковзаюча середня) дорівнює, близький до 1 і стабільний або повільно зростає, то це буде свідчити про належність акції до так званих «блакитних фішок», які характеризуються невисокими стабільними темпами приросту капітальної вартості, невеликими але стабільними розмірами дивідентних виплат та наявністю постійного платоспроможного попиту. Ринкові цінові коливання на такі акції є мінімальними. Пропонований підхід до класифікації акцій за ефективністю ліквідності представлено в табл. 2.

Таблиця 2 – Ранжування складових портфелю акцій ІСІ за коефіцієнтом ефективної ліквідності (групи акцій визначені шляхом експертних оцінок)

Значення $k_{e.l.}$	Порядок конвертації	Примітки
1	2	3
0,9-1	1	Дана група акцій зберегла свою вартість і продовжує користуватися попитом на ринку, проте зниження ефективності ліквідності свідчить про втрату її привабливості як об'єкту інвестування, що в подальшому може викликати зниження ринкової ліквідності паперу.
2 і >	2	Така висока ефективність ліквідності, особливо, якщо вона зростає, свідчить про те, що термін перебування акції в портфелі достатній і варто закривати позицію, оскільки високий ризик початку корекції на ринку, що призведе до втрати вартості.
1,5-2	3	Висока ефективність ліквідності, особливо, якщо вона зростає, свідчить про те, що термін перебування акції в портфелі достатній і варто закривати позицію. Ризик корекції високий, але нижчий ніж у попередній групі.
0,75-0,9	4	Дана група акцій втратила частину ринкової вартості, проте не суттєво, і за необхідності може покрити потребу ІСІ у коштах без значних збитків.
1,25-1,5	5	Як правило, основні генератори прибутку в портфелі, забезпечують високий рівень приросту капітальної вартості за низького рівня ризику.
0,5-0,75	6	Значна втрата вартості робить дані акції непривабливими до першочергової конвертації
1-1,25	7	Такий показник характерний для так званих «блакитних фішок» - акцій, що забезпечують стабільний високий рівень регулярного доходу без зниження капітальної вартості.
0-0,5	8	Найбільш знецінена група акцій; їх конвертація доцільна лише у випадку ліквідації портфелю або емітента.

Ранжування складових портфелю ІСІ за даним показником підвищить ефективність управління ліквідністю портфелю та знизить негативні наслідки від впливу кризових явищ на ринок ЦП та економіку в цілому.

Питання доцільності утримування у портфелі акцій різних груп потребує додаткового дослідження і буде залежати від поточних пріоритетів ІСІ та макроекономічних прогнозів.

Використання коефіцієнту ефективності ліквідності у комплексі з іншими показниками ліквідності може стати базою в подальших наукових дослідженнях для побудови конкретних моделей управління ліквідністю портфеля цінних паперів ІСІ.

#### **Висновки.**

Ефективна діяльність та розвиток ІСІ в Україні неможливі без своєчасного реагування на ринкові зміни. Динамічність сучасних ринкових трансформацій потребує наявності можливості швидко отримати вільні грошові кошти без суттєвих витрат. Традиційні методи кількісної оцінки ліквідності цінних паперів відображають ринкову кон'юнктуру і мало враховують або не враховують зовсім суб'єктивних мотивів, що впливають на формування пропозиції. Разом з тим, з точки зору інвестора важливим є не просто конвертація активу у гроші, а й забезпечення певного рівня доходності при цьому. З огляду на це, запропоновано розраховувати коефіцієнт ефективності ліквідності, який характеризував би співвідношення ціни, за якою ринок готовий купити актив, та ціни, за якою інвестор готовий його продати, тобто його внутрішньої вартості. Запропонована класифікація акцій та порядок їх конвертації дасть змогу покращити управлінський процес та зменшити ризик ліквідності ІСІ.

Використання даного підходу до управління ліквідністю портфелю цінних паперів створює передумови до подальших наукових досліджень в напрямку поєднання суб'єктивних мотивів продавців цінних паперів та об'єктивних ринкових факторів при управлінні ліквідністю портфелю фінансових активів.

#### **SUMMARY**

*The article reviews the major scientific approaches to understanding the concept of "asset liquidity". Established, that the main determinant of liquidity (illiquidity) of assets is the ratio of supply and demand in the market and market activity on the asset. Proved that the existing approaches to concept "liquidity" not take into account subjective factors from investors, which lowers it for the benefit of such an index. Improved approaches to quantify the liquidity of the asset through the introduction of the coefficient of liquidity efficiency. Portfolio structuring using that coefficient significantly improves the performance of securities portfolio management in mutual funds.*

#### **Список використаних джерел**

1. Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України) [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/Statist/Electronic%20bulletin/data/3.2-Deposits.xls>
2. Markowitz H. Portfolio selection: efficient diversification of investments [Text] : Monograph / Harry M. Markowitz. – John Wiley & Sons, Inc., New York, Chapman & Hall, Limited, London, 1959. – 356 p.
3. Sharpe W. Investments [Text] / William Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey W Bailey . - 7 edition. - Prentice Hall, 2003. – 900 p.
4. Аналітичний огляд ринку невенчурних ІСІ в Україні (3 квартал 2009 року) [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1187/13/Q3%202009.pdf>
5. Мойсеєнко, І. П. Інвестування [Text] : навчальний посібник / І. П. Мойсеєнко. - К. : Знання, 2006. - 490 с.
6. Крішталь Т. Е. Методика аналізу ліквідності комерційного банку : автореф. дис. На здобуття наук. ступеня канд. екон. Наук : спец. 08.06.04 / Т.Е. Крішталь; Київ. нац. екон. ун-т. — К., 2003. — 17 с.

7. Портфельне інвестування [Текст] : навчальний посібник / А. А. Пересада [та ін.] ; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. - К. : КНЕУ, 2004. - 408 с.
8. Аналіз банківської діяльності [Текст]: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / І.М. Парасій-Вергуненко – К.: КНЕУ, 2003. – 347 с.
9. Мамонова И.Д. Этапы формирования инвестиционного портфеля [Электронный ресурс] / И.Д. Мамонова // Elitarium центр дистанционного образования. – Режим доступа : [http://www.elitarium.ru/2008/04/21/formirovaniye\\_investicionnogo\\_portfelja.html](http://www.elitarium.ru/2008/04/21/formirovaniye_investicionnogo_portfelja.html)
10. Современный экономический словарь / Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. – 2-е изд., исправ. М.: ИНФРА-М, 1998
11. LSE Finance glossary [Электронный ресурс] / London South East/ - режим доступа : [http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp?searchTerm=&iArticleID=1606&definition=asset\\_liquidity](http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp?searchTerm=&iArticleID=1606&definition=asset_liquidity)
12. Dictionary Definition of Liquidity [Электронный ресурс] / About.com. – Режим доступа : <http://economics.about.com/cs/economicsglossary/g/liquidity.htm>
13. Паршиков Сергей, Твардовский Владимир, Секреты биржевой торговли. Торговля акциями на фондовых биржах [Текст] / В.В. Твардовский, С.В. Паршиков. – [6-е издание]. – М. : Альпина Паблишер, 2008. – 550 с.
14. Мендрул, Олександр Гарійович. Фондовий ринок: операції з цінними паперами [Текст] : навчальний посібник / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко ; КНЕУ. - 2-е вид., допов. та перероб. - К. : КНЕУ, 2000. - 156 с.

Васильєва, Т.А. Вдосконалення системи оцінки ліквідності портфеля цінних паперів інститутів спільного інвестування [Текст] / Т.А. Васильєва, Д.Л. Циганюк // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2010. - № 1. – Т. 2. – С. 146-153.