

Сергій Леонов

Доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України"

Тетяна Васильєва

Доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри банківської справи Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України"

Дмитро Циганюк

Кандидат економічних наук, старший викладач кафедри банківської справи Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України"

Дослідження /

Гармонізація ключових параметрів ресурсної бази інститутів спільного інвестування

Проблеми, накопичені банківською системою України впродовж останніх років, спонукають вітчизняних інвесторів шукати нові напрями вкладень. До найперспективніших небанківських фінансових організацій, здатних забезпечити своїм вкладникам високий рівень доходності за помірною ризику, належать інститути спільного інвестування. В сучасних умовах колективні інвестори, крім стандартних критеріїв ефективності вкладень (мінімізація ризику та максимізація прибутку), мають враховувати й інші специфічні фактори, що впливають на стабільність їх ресурсної бази. В цих умовах особливого значення набуває узгодження параметрів ресурсної бази інститутів спільного інвестування з їх інвестиційною стратегією.

Нині для вітчизняних інвестиційних посередників питання відновлення довіри населення та нарощування обсягів операцій є як ніколи актуальними з огляду на зростаючу ймовірність рецидиву фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. У той час, як банки мають підтвержені досвідом механізми та усталені традиції захисту від економічних ризиків, небанківські фінансові установи ще тільки напрацьовують відповідні механізми. Як показало дослідження фінансової обізнаності населення України [1], вітчизняні домогосподарства вкрай мало користуються послугами фінансових посередників, обмежуючись лише необхідним мінімумом (на зразок користування зарплатними картками, які їм нав'язані роботодавцем, та кредитними й накопичувальними картками, нав'язаними обслуговуючим банком). З огляду на це, на нашу думку, варто дослідити, які саме фактори впливають на оцінку домогосподарствами напрямів своїх заощаджень (інвестицій) та розглянути можливості врахування цих факторів при плануванні ресурсної бази інститутів спільного інвестування (ІСІ), що посилять їх конкурентні позиції у боротьбі з банками за потенційних вкладників.

Питання формування ресурсної бази банків досліджують такі вітчизняні

науковці, як А.П.Вожжов, О.В.Дзюблук, С.В.Землячов, О.Й.Шевцова та інші, небанківських фінансових організацій – В.Д.Базилевич, М.І.Крейдич, С.С.Осадець, В.О.Поворозник, В.М.Фурман, І.О.Школьник, інші. Проте незважаючи на значну увагу науковців до проблем формування та управління ресурсною базою банків, страхових та інвестиційних компаній, залишаються нерозкритими питання формування ресурсної бази інститутів спільного інвестування, яка відповідає очікуванням потенційних інвесторів. З огляду на це, автори даної статті ставлять за мету формалізувати основні чинники, якими керуються потенційні

інвестори ІСІ, обираючи напрям вкладень тимчасово вільних коштів.

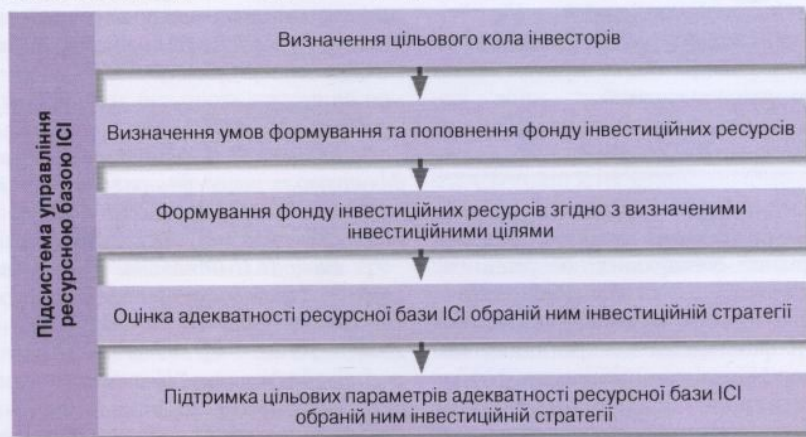
АНАЛІЗ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ РЕСУРСАМИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Управління ресурсами є базовою підсистемою управління ІСІ, яка закладає стратегічні підвалини ефективного портфельного управління (див. схему).

Розглянемо зміст елементів підсистеми управління ресурсною базою ІСІ, поданих на схемі, детальніше.

Визначення цільового кола інвесторів – одна з центральних складових

Схема. Структура підсистеми управління ресурсною базою інституту спільного інвестування



підсистеми управління ресурсною базою ІСІ. Розробляючи стратегію діяльності інвестиційного фонду, відповідальні особи повинні пам'ятати таке правило: якнайкраще задоволення потреби у заощадженні клієнтів є запорукою формування надійної, стабільної та довгострокової ресурсної бази для інвестиційного фонду. Проте на практиці кожен інвестор має власні інвестиційні вподобання, схильність до ризику, рівень довіри до фінансового сектору, реакцію на економічні, політичні та інші події в країні й за кордоном, а тому й реакція інвесторів на політику та результати діяльності фонду буде різною.

Формуючи стратегію інвестиційного фонду, не можемо врахувати інтереси абсолютно всіх інвесторів, тому логічно будувати стратегію, орієнтовану на певну групу вкладників, які мають однакові або близькі інвестиційні вподобання. Так, інвестори з високою схильністю до ризику та очікуваннями значних доходів за своїми інвестиціями вкладають у венчурний інвестиційний фонд не останні свої заощадження, і втрата цих грошей не буде для них катастрофічною. Водночас розміщення тимчасово вільних коштів на депозитних рахунках, у дорогоцінних металах або в інших високонадійних та низькодохідних фінансових інструментах не задовольнить потребу інвесторів у заощадженні, оскільки вони мають вищі очікування щодо потенційної доходності власних інвестицій. Традиційно венчурні фонди в Україні вкладають свої кошти у галузі з високим рівнем рентабельності (скажімо, у 2006–2008 рр. – у буді-

вельну) або у цінні папери компаній, які шойно з'явилися на фондовому ринку і від яких очікують бурхливого зростання за короткий період [2–5].

Тому, враховуючи кадрові можливості компанії з управління активами (КУА) та ринкові умови, цільове коло інвесторів маємо формувати за умови адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії. КУА повинна спрямовувати свої управлінські зусилля на ефективний розподіл потенційних інвесторів між наявними інвестиційними фондами.

Як правило, в управлінні КУА перебуває не один інститут спільного інвестування. Створюючи різноманітні фонди, КУА орієнтується на такі фактори:

- загальний стан розвитку економіки країни;
- потенційні можливості залучення грошових ресурсів для формування фондів;
- внутрішні можливості для опанування різних стратегій інвестування (наявність необхідних кваліфікованих трудових ресурсів);
- законодавчі обмеження;
- потенційну доходність від діяльності фонду;
- рівень конкуренції (насамперед за потенційні грошові ресурси) між КУА.

Основні законодавчі обмеження, що впливають на функціонування інститутів спільного інвестування, наведено в таблиці 1.

Отже, зважаючи на ці фактори, можемо визначити цільове коло інвесторів у такій послідовності:

- 1) аналіз загального стану розвитку економіки країни, визначення потен-

ційних напрямів інвестування;

2) визначення внутрішніх можливостей для управління інститутами спільного інвестування (визначення наявного та потенційного кадрового резерву для реалізації завдань інвестиційного менеджменту, визначення кількості й типів ІСІ, що будуть створені);

3) визначення інвестиційних стратегій для кожного ІСІ, що планується створити;

4) групування інвестиційних цілей за кожною інвестиційною стратегією для створення ефективної рекламної кампанії щодо залучення тимчасово вільних коштів суб'єктів економічної діяльності;

5) формування попереднього кола інвесторів ІСІ, таргетування цільових факторів адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії;

6) оцінка адекватності ресурсної бази в розрізі кожного інституту спільного інвестування, створених КУА;

7) у випадку низького рівня адекватності ресурсної бази пошук можливостей із перегрупування інвесторів (зміна ІСІ), коригування цільових показників інвестиційної стратегії ІСІ та інших способів підвищення адекватності ресурсної бази ІСІ;

8) формування остаточного кола інвесторів ІСІ, розрахунок кінцевих параметрів адекватності ресурсної бази.

На нашу думку, стратегія інституту спільного інвестування повинна розроблятися після визначення цільового кола інвесторів та до початку безпосереднього залучення коштів до інвестиційного фонду. Наявність стратегії дасть змогу залучити до фонду кошти тих інвесторів, які зорієнтовані саме на визначені інвестиційні цілі, а отже, будуть найлояльнішими до фонду та найменш схильними до виведення власних інвестицій, звісно, якщо менеджери ІСІ будуть дотримуватися обраної стратегії. Визначення стратегії інвестування полягає у формуванні пріоритетних цілей та встановленні орієнтованих параметрів портфеля, таких як: пріоритетні галузі інвестування, рівень диверсифікації портфеля цінних паперів ІСІ, співвідношення між різними типами цінних паперів та інших фінансових інструментів у складі інвестиційного портфеля, припустимі рівні ризиків та можливі сценарії дій у разі зміни економічної ситуації в країні/світі тощо. Дані цілі

Таблиця 1. Основні законодавчі обмеження діяльності інститутів спільного інвестування

Види ІСІ	Обмеження при функціонуванні ІСІ
Диверсифіковані	1. У структурі активів інвестиційного фонду принаймні 30% мають становити грошові кошти, строкові депозити або ощадні сертифікати та облигації комерційних банків. 2. Забороняється інвестувати в акції одного резидента більше 5% власних активів. 3. Забороняється тримати більш як 20% активів в облигаціях та більш як 40% в акціях резидентів України. 4. Обмежується питома вага в структурі активів ІСІ державних цінних паперів, гарантованих урядом України – до 25%, цінних паперів, гарантованих іноземними урядами, – до 20%. 5. Цінні папери органів місцевого самоврядування не можуть перевищувати 10% у структурі активів ІСІ. 6. Частка цінних паперів іноземних емітентів не повинна перевищувати 20%. 7. Інші дозволені законодавством активи не можуть перевищувати 5% у структурі активів ІСІ
Венчурні	Активи недиверсифікованих фондів мають більш як на 50% складатися з недопущених до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі цінних паперів. Розміщення цінних паперів такого фонду може відбуватися тільки серед юридичних осіб
Недиверсифіковані	У даному типі ІСІ в структурі активів цінні папери, недопущені до торгів на організованому фондовому ринку, не можуть перевищувати 50%

Джерело: [6].

та прогнозні параметри портфеля мають бути доведені до потенційних інвесторів – учасників інвестиційного фонду, з метою формування ресурсної бази, яка була б найбільш адекватною обраній стратегії.

Адекватність ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії, на нашу думку, слід розраховувати після того, як фонд вже сформовано.

ОЦІНКА АДЕКВАТНОСТІ РЕСУРСНОЇ БАЗИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

Основними релевантними факторами адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії пропонуємо вважати такі:

- термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в інвестиційний фонд;
- очікуваний середній рівень доходності за цінними паперами інституту спільного інвестування;
- максимальний рівень збитковості цінних паперів фонду, за якого інвестор не прагнути вивести свої кошти;
- потенціал розширення ресурсної бази ІСІ в майбутньому.

На практиці оцінку адекватності ресурсної бази пропонується здійснювати через зіставлення значення зазначених вище показників, що задовольняють інвесторів, і значень, визначених експертним методом як найбільш адекватні поточним і прогнозованим ринковим умовам та покладені в основу при формуванні обраної інвестиційної стратегії (див. таблицю 2).

Коефіцієнт адекватності ресурсної бази пропонуємо розраховувати за такою формулою:

$$RBA = \sum_{j=1}^4 RBA_j \times v_j = \sum_{j=1}^4 \frac{v_j}{x_j^{IS}} \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_{ij} - x_j^{IS})^2}{n}}, \quad (1)$$

де RBA_j – коефіцієнт адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії за j -им фактором;

v_j – питома вага j -ого фактора, визначена експертним методом;

x_{ij} – очікуване i -им інвестором значення j -ого фактора;

x_j^{IS} – цільове значення j -ого релевантного фактора відповідно до обраної ІСІ інвестиційної стратегії;

n – кількість інвесторів.

Таблиця 2. Особливості оцінки релевантних факторів адекватності ресурсної бази інституту спільного інвестування його інвестиційній стратегії

Релевантний фактор	Підхід до таргетування фактора
Термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ	1. На основі трирічної ковзної середньої тривалості депозитних вкладів населення у комерційні банки. 2. На основі середньої тривалості кредитів комерційних банків. 3. На основі середньострокових коливань національних фондових індексів – середньостатистичних періодів між максимальними падіннями та зростаннями значень індексів
Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ	Шляхом визначення максимального значення трирічної ковзної середньої двох параметрів: вартості банківських депозитів та рівня інфляції
Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ	На основі оцінки коефіцієнта неприйняття ризику Ерроу-Пратта
Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ	На основі трирічної ковзної середньої темпу приросту обсягу ресурсної бази ІСІ

Вимоги інвесторів щодо конкретних значень цих релевантних факторів ІСІ визначаються шляхом анкетування вкладників.

Важливо зазначити, що оптимальною буде ситуація, коли $RBA = 0$. Це означатиме: сподівання інвесторів повністю відповідають ринковим очікуванням, тож ризик втрати довіри інвесторів до ІСІ буде мінімальним. Проте на практиці такої ситуації досягнути майже неможливо, частіше трапляються проміжні значення, які потребують від КУА дій, спрямованих на поліпшення адекватності ресурсної бази ІСІ.

Спіраючись на аналіз мотивів, що

спонукають потенційних клієнтів ІСІ до обрання цінних паперів як об'єкта заощадження, можемо виділити чотири рівні адекватності ресурсної бази залежно від значення коефіцієнту RBA (див. таблицю 3).

АНАЛІЗ ФАКТОРІВ АДЕКВАТНОСТІ РЕСУРСНОЇ БАЗИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

Викладемо наш погляд на розуміння змісту кожного з основних факторів адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії.

Таблиця 3. Характеристика інтервалів значень коефіцієнта адекватності ресурсної бази інститутів спільного інвестування в контексті впливу на управління інвестиційним фондом

Інтервали значень RBA	Можливі наслідки для ІСІ	Дії з боку КУА
$0 < RBA < 0.25$ Високий рівень адекватності ресурсної бази	Свідчить про збіг інтересів інвесторів та встановлених інвестиційних цілей ІСІ. За умов вмілого управління інвестиційним фондом (навіть у разі простого слідування за ринком) потреба клієнтів у заощадженні буде майже повністю задоволена, що в майбутньому зумовить зростання довіри до даного ІСІ та КУА	Розподілити фонд фінансових ресурсів, сформувати основний та резервний інвестиційні фонди
$0.25 < RBA < 0.5$ Середній рівень адекватності ресурсної бази	Інтереси інвесторів та обрана інвестиційна стратегія збігаються не повною мірою. Задоволення інтересів інвесторів цілковито вимагатиме від інвестиційних менеджерів ризикових дій. Проте часткове незадоволення інвестиційних інтересів клієнтів ІСІ не призведе до різкого падіння їх довіри до КУА, оскільки з часом (зі зростанням поінформованості про ринкову ситуацію) можуть змінитися цільові орієнтири інвесторів	Розглянути можливість переорієнтації частини клієнтів фонду на інший інвестиційний фонд, цілі якого більшою мірою відповідають цілям даних інвесторів
$0.5 < RBA < 0.75$ Низький рівень адекватності ресурсної бази	Інвестиційному фонду не вдасться повною мірою задовольнити потребу клієнтів у заощадженнях. Початок інвестиційної діяльності за таких умов призведе до падіння довіри клієнтів та відпливу інвестиційного капіталу в майбутньому	Розглянути можливість переорієнтації частини клієнтів на інший інвестиційний фонд, продовжити процес формування фонду фінансових ресурсів з посиленням інформування потенційних клієнтів про поточну та прогнозу ринкові ситуації
$0.75 < RBA$ Критичний рівень адекватності ресурсної бази	Цілі інвесторів кардинально не відповідають обраній інвестиційній стратегії фонду. Це може свідчити про неврахування інвесторами поточної економічної ситуації або про наявність помилок у прогнозуванні тенденцій ринку. Формування фонду фінансових ресурсів було здійснено неефективно	Розглянути можливість коригування інвестиційної стратегії, посилити інформування клієнтів про реальну економічну ситуацію та тенденції розвитку вітчизняної економіки

Таблиця 4. Фактори впливу на тривалість інвестицій у цінні папери інститутів спільного інвестування

Фактор впливу	Характеристика напрямів впливу
Волатильність фондового ринку	Висока волатильність потребує від ІСІ високої оперативності реагування. Крім цього, саме через високу волатильність ринку виникають суттєві проблеми у прогнозуванні подальшого розвитку ринку та реакції його учасників. Зростання волатильності означатиме скорочення термінів, на які домогосподарства вкладатимуть кошти у фінансові інструменти в цілому й у цінні папери інститутів спільного інвестування зокрема
Стадія економічного циклу розвитку країни	Залежно від стадії економічного циклу розвитку країни змінюється активність суб'єктів господарювання. Під час зміни стадії циклу відбувається зміна інвестиційних очікувань населення, що відображається на потенційних можливостях формування ресурсної бази ІСІ
Рівень розвитку фінансового ринку	Загальний рівень розвитку фінансового ринку визначає рівень активності його суб'єктів, у тому числі і на фондовому ринку, та загальну кількість інвестиційних альтернатив. Чим менше інвестиційних альтернатив є на ринку, тим більше часу потрібно для виконання інвестиційних цілей та для досягнення цільових параметрів портфеля
Середня тривалість кредитування суб'єктів господарювання	Даний показник характеризує економічно доцільний період запозичення коштів суб'єктами господарювання, за якого зберігається бажаний рівень рентабельності діяльності позичальника та забезпечується максимізація прибутку кредитора
Середній рівень рентабельності вітчизняних суб'єктів господарювання	За допомогою даного показника можна розрахувати середній термін окупності інвестицій, що слугуватиме певним орієнтиром економічно доцільної тривалості інвестицій юридичних осіб у цінні папери ІСІ
Середня тривалість банківських депозитів	Відображає відношення суб'єктів економіки до ризиків та рівень довіри до фінансового сектору. Показує, наскільки часто інвестори (вкладники) схильні до переоцінки власних інвестиційних цілей та зміни інвестиційних пріоритетів. Є орієнтиром для визначення терміну, на який клієнти ІСІ готові довірити йому власні заощадження
Тип ІСІ	Через певні обмеження, що накладаються законодавством на діяльність різних типів ІСІ, існують певні особливості формування фонду фінансових ресурсів, здійснення інвестицій, зворотного викупу власних цінних паперів тощо
Результати діяльності ІСІ (КУА) за попередній звітний період	Задовільні результати діяльності за попередні періоди дають певний "кредит довіри" від інвесторів ІСІ та відповідний КУА, що дає змогу збільшувати тривалість життєвого циклу портфеля цінних паперів, якщо цього потребує ситуація

Термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ.

При формуванні інвестиційної стратегії важливо спланувати періоди найбільшого впливу коштів з ІСІ. Насамперед це стосується відкритих інвестиційних фондів, клієнти яких можуть у будь-який час звернутися до ІСІ з вимогою про викуп цінних паперів даного інституту. Правильне прогнозування даних періодів забезпечить наявність необхідного обсягу грошових коштів для здійснення інвестиційної діяльності та сприятиме ефективному виконанню стратегічних цілей інвестиційної діяльності ІСІ.

При визначенні клієнтом установи цільового терміну інвестування, який таргетується в інвестиційній стратегії як період часу між піковими значеннями впливу коштів із фонду, вирішальне значення матимуть фактори, наведені у таблиці 4.

Зауважимо, що не всі зазначені вище фактори піддаються кількісній оцінці. Найточніше можна визначити вплив таких чинників: волатильність фондового ринку, середня тривалість кредитування суб'єктів економіки, середня тривалість банківських депози-

тів, середній рівень рентабельності вітчизняних суб'єктів господарювання.

Проілюструємо загальні напрями впливу кожного з цих факторів.

Досліджуючи вплив волатильності фондового ринку на тривалість інвестицій у фінансові інструменти, зауважимо, що український фондовий ринок належить до найбільш волатильних ринків світу. Як відомо, 2008 рік відзначився найбільшим падінням індексу ПФТС, який і до цього не вирізнявся особливою стабільністю. Загалом коефіцієнт варіації індексу ПФТС (як найрепрезентативніший за досліджуваний період) сягав 45.17% у 2008 році (див. таблицю 5). Таке значення коефіцієнта варіації є доволі великим, оскільки за аналогічний

період для Хорватії, наприклад, даний показник становив 26.93%, для Угорщини – 24.06%, для Росії – 34.55%.

Як бачимо, коефіцієнт варіації як основний показник волатильності фондового ринку в Україні майже вдвічі перевищує значення відповідного коефіцієнта для ринків Хорватії та Угорщини і в 1.29 раза – для ринку Росії. Значення коефіцієнта варіації наближається до 50%, що означає: впродовж аналізованого періоду (2004–2011 рр.) в Україні на фондовому ринку при дотриманні індексної стратегії в найгіршому випадку можна було втратити майже 90% вкладень, тоді як у Росії – 69%, Хорватії – 54%, Угорщині – 41%.

Отримані результати дають змогу стверджувати, що в Україні досить ризиковано прогнозувати тренди розвитку фондового ринку на такий тривалий проміжок часу. Динаміка зміни індексу ПФТС свідчить, що найбільше падіння його значення тривало майже рік. Отже, на нашу думку, саме один рік – найоптимальніший прогнозний період для тих видів фондів, які при таргетуванні тривалості інвестицій у цінні папери ІСІ орієнтуватимуться на характеристики волатильності ринку.

Перейдемо до демонстрації змісту підходу до визначення тривалості інвестицій у цінні папери ІСІ, який ґрунтується на аналізі тривалості кредитування суб'єктів господарювання. Даний підхід дає змогу врахувати середню тривалість виробничих циклів суб'єктів господарювання та середні терміни окупності інвестицій у проекти, що реалізуються ними. Це, в свою чергу, відкриває можливість досконаліше розрахувати оптимальні строки утримання цінних паперів у портфелі ІСІ.

Результати розрахунку тривалості кредитування суб'єктів господарської діяльності та фізичних осіб (за винятком кредитів тривалістю до 1 року та іпотечних кредитів для фізичних осіб), зважені за обсягами на основі даних банків, що зареє-

Таблиця 5. Коефіцієнт варіації фондових індексів України, Росії, Хорватії та Угорщини

Країна	Фондовий індекс	Відсотки						
		2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Україна	ПФТС	7.21	7.70	18.55	45.17	32.60	11.63	23.87
Росія	ММББ	19.74	9.51	5.65	34.55	23.06	7.05	9.21
Хорватія	CROBEX	6.71	16.07	12.65	26.93	14.33	6.81	9.66
Угорщина	BSEBUX	12.05	5.68	7.19	20.60	24.06	5.22	14.19

Джерела: [7–10].

Графік. Динаміка середньозваженої тривалості кредитування суб'єктів господарювання та фізичних осіб



Джерело: розраховано за даними ТОВ "КБ "Володимирський" та ПАТ "АБ "Столичний".

стровані на Сумщині – ТОВ КБ "Володимирський" та ПАТ "АБ Столичний" (див. графік), свідчать про скорочення термінів кредитування.

Аналіз наведених на графіку даних підтверджує тенденцію до скорочення строку кредитування, що, на наш погляд, викликано впливом світової фінансової кризи та погіршенням платоспроможності українських позичальників.

Отже, ґрунтуючись на представлених даних щодо середньозваженої тривалості кредитування суб'єктів господарювання, можемо зазначити, що оптимальна тривалість інвестицій у цінні папери ІСІ, розрахована за даним критерієм, на початок 2011 року становила 2.53 року.

Вивчаючи підхід до таргетування терміну інвестування у цінні папери інститутів спільного інвестування, який ґрунтується на середньозваженій тривалості депозитів, зазначимо, що переважна більшість коштів в українських банках розміщується на строк менше одного року. При цьому понад 30% усього обсягу депозитів становлять кошти на вимогу.

Якщо враховувати, що тривалість депозитів на вимогу становить 1 місяць, до 1 року – 12 місяців, від 1 року до 2 років – 24 місяці і понад 2 роки – 36 місяців, то середньозважена тривалість депозитів по банківській системі України в 2006 році дорівнювала 1.13 р., у 2007 р. – 1.24 р., у 2008 р. – 1.27 р., у 2009 р. – 0.97 р., у 2010 р. – 1.02 р., у 2011 р. – 1.06 р. [11] (див. таблицю 6).

Як бачимо, кризовий період призвів до скорочення терміну депозитів на 4 місяці (або на 24%), що є досить суттєвим. Загалом можна зазначити, що українці не схильні вкладати гроші на тривалий час. Виходячи з цього, можна стверджувати, що для тих інвестиційних фондів, які візьмуть за основу

принцип розрахунку тривалості життєвого циклу портфеля цінних паперів на основі тривалості депозитів, життєвий цикл (за розрахунками на початок 2012 р.) має становити 12 місяців, тобто один рік.

Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ.

На нашу думку, очікуваний інвесторами мінімальний рівень доходності цінних паперів ІСІ ґрунтуватиметься на двох основних показниках – середній доходності за депозитами комерційних банків та індексі споживчих цін (індексі інфляції).

Доходність за банківськими депозитами – це той рівень альтернативної доходності, на який найчастіше орієнтуються домогосподарства, обираючи способи заощадження. Це й не дивно,

адже саме банківські депозити – найпопулярніший фінансовий інструмент заощадження населення України.

Стосовно індексу інфляції, то за основу його беруть ті інвестори, котрі насамперед ставлять за мету зберегти свої інвестиції, а не досягти приросту їхньої вартості. Саме індекс інфляції показує рівень знецінення інвестицій. При розрахунку цього параметра адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії варто враховувати, що впродовж року можуть відбуватися різкі коливання у значеннях коефіцієнта інфляції та вартості банківських депозитів (через сезонні фактори, короткострокові коливання ринкової кон'юнктури на ринку банківських депозитів), тому для згладжування короткострокових коливань даних показників ми пропонуємо застосовувати трирічну ковзну середню. Термін у три роки зумовлений розрахованою тривалістю кредитів комерційних банків, оскільки саме він і є економічно обґрунтованим строком використання інвестиційного капіталу в середньому по економіці.

На наше переконання, потенційні клієнти ІСІ, формуючи власні інвестиційні очікування, орієнтуватимуться на максимальне значення із двох даних параметрів. Дані щодо вартості банківських депозитів, індексу інфляції та розраховані значення

Таблиця 6. Розподіл банківських депозитів в Україні за строками

Роки	Загальний обсяг банківських депозитів	Розподіл обсягів банківських депозитів за строками			
		На вимогу	До 1 року	Від 1 року до 2 років	Більше 2 років*
2006	185 917	62 557	42 762	80 598	–
2007	283 875	93 404	60 618	106 222	23 630
2008	359 740	107 589	92 912	122 344	36 897
2009	334 953	119 793	135 357	60 425	19 378
2010	404 214	149 728	134 517	96 659	23 310
2011	491 756	174 959	153 983	132 907	29 907

Джерело: [11].

*Знак "–" означає, що до 2007 року Національний банк України при формуванні публічної статистичної звітності не виокремлював депозити терміном від 1 до 2 років.

Таблиця 7. Динаміка зміни середньозваженої доходності за строковими депозитами та індексу інфляції в Україні в 2006–2011 рр.

Рік	Інтегральна процентна ставка за строковими депозитами, %	Трирічна ковзна середня вартість депозитів, %	Індекс інфляції, %	Трирічна ковзна середня індексу інфляції, %
2006	10.70	10.50	111.60	109.52
2007	11.60	11.20	116.60	111.80
2008	14.90	12.40	122.30	116.83
2009	14.80	13.77	112.30	117.06
2010	10.60	13.43	109.80	114.80
2011	11.30	12.23	108.00	110.03

Джерело: розраховано на основі [11].

Таблиця 8. Розрахунок очікуваного рівня неприйняття ризику інвесторами інститутів спільного інвестування

Показник	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Індекс інфляції, %	116.6	122.3	112.3	109.8	108.0
Рівень інфляційного знецінення коштів, %	14.2	18.2	10.9	8.9	7.4
Доходність за банківськими депозитами, %	11.6	14.9	14.8	10.6	11.3
Коефіцієнт Ерроу-Пратта, %	14.2	18.2	14.8	10.6	11.3

Джерело: розраховано на основі [11].

Таблиця 9. Розрахунок приросту середнього розміру фонду інвестиційних ресурсів інститутів спільного інвестування в Україні

Показник	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Середній розмір фонду інвестиційних ресурсів ІСІ, млн. грн.	63.87	63.37	64.54	96.68	98.56
Темп приросту розміру фонду, %	-36.97	-0.78	1.84	49.8	1.94
Трирічна ковзна середня темпу приросту середніх розмірів фондів ресурсів ІСІ	7.6	-31.08	-11.97	16.95	17.86

Джерело: розраховано на основі [13].

Таблиця 10. Значення релевантних факторів адекватності ресурсної бази інститутів спільного інвестування інвестиційній стратегії "слідування за ринком"

Релевантний фактор	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ, років	1.24	1.28	0.97	1.02	1.06
Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ, %	11.80	16.83	17.06	14.80	12.23
Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ, %	14.20	18.20	14.80	10.60	11.30
Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ, %	7.60	-31.08	-11.97	16.95	17.86

ковзної середньої наведено у таблиці 7. Отже, в межах даного підходу значення очікуваної мінімальної доходності за цінними паперами ІСІ у 2008 р. становило 16.83%, у 2009 р. – 17.06%, у 2010 р. – 14.80%, у 2011 р. – 12.23%.

Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ.

Для визначення даного показника пропонується використовувати коефіцієнт Ерроу-Пратта. Даний коефіцієнт розраховується як відношення другої похідної функції корисності здійснення заощадження до її першої похідної. Його економічний зміст полягає в оцінці ступеня випуклості функції корисності, що відображає рівень неприйняття інвестором ризику [12]. Варто зазначити, що вибір конкретної функції корисності для таргетування показника неприйняття ризику інвестором ІСІ залежатиме від обраної інвестиційної стратегії та цільової групи інвесторів. Для практичної апробації пропонуємо розрахувати цільові показники сприйняття ризику інвестором для стратегії "слідування за ринком". Стратегія передбачає орієнтації на середньоринкові показники (в даному випадку – ри-

зику). Нині серед українських домогосподарств найпоширеніші такі способи заощадження: банківські депозити та утримання заощаджень у готівці.

Отже, при виборі переважного способу заощадження інвестор оцінює два основних типи ризиків:

- втрата потенційних доходів від вкладень у банківські депозити;
- втрата від інфляційного знецінення коштів при зберіганні їх у готівковій формі.

Оскільки ми розраховуємо цільове значення рівня неприйняття ризику інвестором ІСІ для стратегії "слідування за ринком", то можна вважати, що неприйняття ризику інвестором не залежатиме від суми інвестицій. У такому разі скористаємося функцією корисності Бернуллі. При цьому варто зазначити, що коефіцієнт Ерроу-Пратта визначатиметься як максимальне значення з двох показників: альтернативних доходів за банківським депозитом та рівнем знецінення коштів унаслідок інфляції за один рік (термін у 1 рік зумовлений саме такою середньою тривалістю банківських депозитів в Україні). Знецінення коштів унаслідок інфляції

визначимо як ступінь зменшення чистої приведеної вартості суми заощадження за ставки дисконтування, що дорівнює рівню інфляції.

Результати розрахунку рівня неприйняття ризику інвестором наведено у таблиці 8.

Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ.

При формуванні інвестиційної стратегії важливо спрогнозувати майбутні припливи та відпливи капіталу, оскільки наявність достатніх обсягів інвестиційних ресурсів суттєво впливає на можливість КУА виконувати поставлені інвестиційні цілі. Ми пропонуємо таргетувати даний показник на основі темпу приросту середнього розміру ресурсної бази інвестиційних фондів за останні 3 роки (див. таблицю 9). Такий підхід дасть змогу врахувати реальні можливості КУА з мобілізації інвестиційних ресурсів, що були реалізовані в минулому.

Узагальнено цільові значення релевантних факторів адекватності ресурсної бази ІСІ інвестиційній стратегії "слідування за ринком" наведено у таблиці 10.

ВИСНОВКИ

Отже, запропонований підхід до оцінки адекватності ресурсної бази ІСІ може стати доволі ефективним інструментом підвищення фінансової стійкості вітчизняних інвестиційних фондів, оскільки враховує національні особливості заощадження (інвестування) та ґрунтується на оцінці не тільки об'єктивних ринкових реалій, а й суб'єктивних чинників, які в деяких випадках є визначальними для потенційних клієнтів ІСІ. Запропонований підхід до управління адекватністю ресурсної бази може використовуватися відкритими та інтервальними ІСІ для підвищення їх стійкості до різких коливань кон'юнктури на ринку заощаджень, що посилить їх конкурентні позиції у боротьбі з банками за ресурсну базу. □

Література

1. Роберт Бонд, Олексій Куценко, Наталія Лозицька. *Фінансова грамотність та обізнаність в Україні: Факти та висновки, USAID, FINREP, К. – 2010. – 36 с.*

2. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2007 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвести-

ційного бізнесу. — 2008. — 12 с. — Режим доступу: http://uaib.com.ua/files/articles/418/32_4.pdf.

3. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2008 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. — 2009. — 13 с. — Режим доступу: http://uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf.

4. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2009 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. — 2010. — 15 с. — Режим доступу: <http://uaib.com.ua/files/articles/1252/63/2009.pdf>.

5. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2010 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвести-

ційного бізнесу. — 2011. — 17 с. — Режим доступу: <http://uaib.com.ua/files/articles/1369/65/2010.pdf>.

6. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. — 2001. — № 21. — С. 103.

7. Підсумки торгів на фондовій біржі ПФТС [Електронний ресурс] // ПФТС. — 2011. — Режим доступу: <http://www.pfts.ua/uk/trade-results/>.

8. Загребська фондова біржа [Електронний ресурс] // ZSE. — 2011. — Режим доступу: <http://zse.hr/>.

9. Фондова біржа Будапешта [Електронний ресурс] // BSE. — 2011. — Ре-

жим доступу: <http://www.bse.hu/>.

10. Индекс ММВБ [Електронний ресурс] // ММВБ. — 2011. — Режим доступу: <http://rts.micex.ru/s75>.

11. Статистичний бюлетень (електронне видання) [Електронний ресурс] // НБУ. — 2011. — Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish,category?cat_id=57897.

12. Эрроу К. Восприятие риска в психологии и экономической науке [Текст] // THEISIS. — 1994. — Вып. 5. — С. 81–96.

13. Аналіз квартальної звітності ІСІ [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу — 2011. — Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/analytics, kvartal_anal.html.

Огляд/

Транскордонні перекази у I півріччі 2012 року

Аналітичні дані про обсяги транскордонних переказів, здійснених в Україні протягом I півріччя 2012 року з використанням міжнародних систем переказу коштів, створених нерезидентами

За станом на 01.07.2012 р. на території України функціонували 23 міжнародні системи переказу коштів, створені нерезидентами. Учасниками таких систем є більше 150 банків України, АТ “Українська фінансова група” та національний оператор поштового зв’язку УДППЗ “Укрпошта”.

Загальна сума переказів, що надійшли в Україну у I півріччі 2012 року, становить **1 616 млн. доларів США** в еквіваленті, що на 13% більше, ніж за аналогічний період 2011 року.

Загальна сума переказів, відправлених з України у I півріччі 2012 року, становить **218 млн. доларів США** в еквіваленті, що на 11% більше, ніж за аналогічний період 2011 року.

Крім того, міжнародні системи, запроваджені нерезидентами, використовувалися фізичними особами для переказів у межах України як національної, так і іноземної валюти. Такі перекази здійснювалися з використанням восьми систем, створе-

них нерезидентами: Western Union, CONTACT, MoneyGram, BLIZKO, “Блиц”, “Золотая Корона — денежные переводы”, MIGOM та “ЛИДЕР”. Загальна сума переказів в іноземній валюті у межах України порівняно з даними за I півріччя 2011 року зросла на 3% і становить **172 тис. доларів США** в еквіваленті. Перекази у національній валюті здійснювалися за допомогою систем Western Union та “Блиц”. Їх сума порівняно з аналогічними торішніми даними зросла на 11% та становить **94 млн. гривень**.

Обсяги транскордонних та внутрішньодержавних переказів, здійснених за допомогою міжнародних систем переказу коштів, створених нерезидентами, наведено у таблиці.

Середня сума переказу в Україну у I півріччі 2012 року зменшилася на 9 доларів США порівняно із середньою сумою у I півріччі 2011 року та становила **502 долари США** в еквіваленті. Середня сума переказу за межі

України збільшилася на 11 доларів США і становить **525 доларів США** в еквіваленті.

Найбільші обсяги коштів у I півріччі 2012 року (у доларовому еквіваленті) переказано в Україну з використанням таких міжнародних систем переказу коштів:

- Western Union (США) — 34%;
- “Золотая Корона — денежные переводы” (Росія) — 15%;
- “Юнистрим” (Росія) — 12%;
- MoneyGram (США) — 9%;
- CONTACT (Росія) — 8%.

З використанням інших 18 міжнародних систем в Україну переказано лише 22% від загальної суми коштів (див. графік 1).

Розподіл ринку транскордонних переказів у I півріччі 2012 року між системами-лідерами порівняно з даними на початок поточного року зазнав певних змін. Зокрема, за обсягами переказів, що надійшли в Україну, російська система “Золотая Корона — денежные переводы” посіла