

УДК 336.714

Богач Д.С.,
аспірант* кафедри економічної кібернетики
та інформаційних технологій,
Державний ВНЗ «Національний гірничий університет»

АНАЛІЗ І КРИТИКА НАЙБІЛЬШ РОЗПОВСЮДЖЕНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ СТРАТЕГІЙ В УКРАЇНІ

Постановка проблеми. Одним з основних аспектів збалансованого економічного зростання в Україні є успішне функціонування вітчизняного банківського сектора. Проведення всіх економічних перетворень вимагає створення ефективної, стійкої, сильної і гнучкої банківської інфраструктури. У зв'язку з цим актуальним є пошук оптимальних форм функціонування всіх банківських структур, в тому числі, стимулювання їх активної участі на інвестиційних ринках.

На жаль, необхідно відзначити, що сучасна економічна криза торкнулася і фінансового сектора, змушуючи звернути увагу на тенденції і якість інвестиційної політики банків. Дійсно, багато в чому ефективність функціонування банківських структур і надійність вкладів визначається можливістю вибрати менеджерами вищої ланки оптимальну інвестиційну стратегію для своїх банків. Тому, в даний час особливо актуальним є відповідь на питання, пов'язані з вибором основних елементів формування інвестиційної стратегії, яка дозволила б найбільш ефективно управляти фінансовими ресурсами банку і не допустити виникнення критичної ситуації на рівні окремої фінансової установи, піклуючись про інтереси вкладників.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У науковій економічній літературі на даний момент існує значна кількість публікацій, в яких автори представляють різні підходи до формування ефективної інвестиційної стратегії. Окремі аспекти знайшли своє відображення в роботах провідних українських і зарубіжних вчених.

Проблема практичної реалізації стратегічного управління під час здійснення інвестиційної діяльності банків відображена в роботах таких українських вчених: Г. Азаренкової, Я. Васильєва, О. Гетьмана, О. Вовчака, М. Згуровського, І. Кравчука, О. Решетняк, В. Тимохіна. Вагомий внесок у розробку цієї проблематики було внесено зарубіжними вченими: А. Ахмаді, А. Дамодараном, Ч. Джао-Хонгом, А. Мандалом, Г. Марковіцом, Т. Сааті, У. Шарпом та ін.

Але, необхідно визначити, що тема формування ефективної інвестиційної стратегії залишається недостатньо вивченою, вимагаючи більш комплексного аналізу та пошуку нових шляхів оптимізації.

Постановка завдання. Мета статті – проаналізувати існуючі підходи до розробки та вибору інвестиційної стратегії і пошук напрямків вдосконалення методичного підходу до вибору оптимальної структури інвестиційних активів комерційного банку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Однією зі складових ефективного управління сучасною банківською установою є реалізація ефективної інвестиційної діяльності, яка передбачає обов'язковий вибір ефективної інвестиційної стратегії.

Під інвестиційною стратегією у широкому розумінні прийнято розуміти сукупність заходів, спрямованих на розробку і реалізацію дій з управління портфелем інвестицій, а також досягнення оптимального поєднання прямих і портфельних інвестицій з метою забезпечення нормальної діяльності, збільшення прибутковості операцій, підтримки допустимого рівня їх ризикованості і ліквідності інвестиційних активів [11].

Більшість науковців, наприклад, Бланк І. О. [1], Борщ Л. М. [2], «інвестиційну стратегію» тлумачать більш вузько, як «...систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності і вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення».

З іншого боку, інвестиційна стратегія може розглядатися «... не тільки як інструмент, що використовується для закріплення або поліпшення своєї позиції на ринку, а також як один з основних елементів інвестиційної політики підприємства – складової інвестиційної діяльності, яка, у свою чергу, є одним із важелів регулювання суб'єктів господарювання» [5].

Процес стратегічного управління інвестиційною діяльністю комерційного банку отримує свою подальшу конкретизацію в процесі тактичного управління шляхом формування інвестиційного портфеля банку. На відміну від інвестиційної стратегії, формування інвестиційного портфеля є середньостроковим управлінським процесом, який здійснюється в рамках стратегічних рішень і поточних фінансових можливостей банку. У свою чергу, процес тактичного управління інвестиційною діяльністю включає оперативне управління реалізацією окремих інвестиційних програм і проєктів [11].

* Науковий керівник: Пістунов І.М. - д.т.н., професор

Розробка найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності здійснюється за двома напрямками. Одне з них охоплює розробку стратегічних напрямків інвестиційної діяльності, інше – розробку стратегії формування інвестиційних ресурсів.

В процесі розробки стратегічних напрямків інвестиційної діяльності послідовно вирішуються такі завдання [9; 10]:

1. Визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду.
2. Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності.
3. Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності.

Основна увага при визначенні інвестиційної стратегії має приділятися вибору оптимального співвідношення між залученими і власними коштами, що направляються на різні види інвестицій, структурі боргу за термінами, визначенню основних напрямів інвестиційної політики. Прийняті інвестиційні рішення мають базуватися на визначенні та порівнянні рівнів ризику і прибутковості по кожному виду інвестицій. При цьому важливим моментом є аналіз структури пасивів і альтернативних шляхів мобілізації фінансових коштів (враховується виплата відсотків).

Кожне прийняте рішення щодо інвестицій вимагає одночасного прийняття рішення з приводу фінансування інвестицій, так як ризик, притаманний даному виду інвестицій, залежить не тільки від виду активів, в які здійснюється вкладення коштів, але також і від ризику, пов'язаного з джерелом фінансування інвестицій. Сучасні стратегії управління включають, поряд з контролем формування портфеля активів, контроль за формуванням портфеля залучених коштів.

Як показав аналіз сучасних досліджень, зокрема в роботі О. Решетняк [9], розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів повинна включати такі етапи:

1. Прогнозування потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів.
2. Вивчення можливості формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел.
3. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм і проєктів.
4. Оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

Але такий підхід не можна назвати вичерпним, деякі аспекти діяльності комерційних банків, які є важливими під час формування ефективної інвестиційної стратегії, не розглянуті. Більш повно формування інвестиційної стратегії розглянуто в роботі О. Грищенко [3]. Він розглядає стратегічного управління інвестиційною діяльністю банків як комплексну систему, яка повинна бути спрямована на виживання банку в довгостроковій перспективі, в умовах зростаючої конкурентної боротьби. Процес управління інвестиційною стратегією складається з наступних елементів:

1. Визначення цілей, завдань та функцій стратегічного управління інвестиційною діяльністю комерційних банків.
2. Планування стратегії забезпечення ефективної інвестиційної діяльності банку.
3. Проведення стратегічного аналізу зовнішнього та внутрішнього середовища банку, що є критеріальною передумовою визначення складних причинно-наслідкових зв'язків між факторами зовнішнього та внутрішнього середовища банку, відбір найважливіших з них з погляду рівня та характеру впливу на можливості досягнення стратегічних цілей.
4. Формування стратегії визначення місця банку на інвестиційному ринку, а саме позиціонування банку, що передбачає рейтингове оцінювання інвестиційної діяльності кожного окремого банку та його надійності порівняно з іншими банками.
5. Формування стратегії забезпечення безпеки банківської установи під час здійснення інвестиційної діяльності, що розробляється на макро- та макрорівнях.
6. Формування стратегічного спрямування банку на взаємодію з іншими суб'єктами інвестиційного ринку, а саме відносно інституційного середовища інвестиційного ринку (інститутів, які формують взаємодію між економічними агентами на інвестиційному ринку і являють собою сукупність законів, нормативних документів; неформальні правила у вигляді звичаїв, традицій, а також різні організації – банки, біржі, торговельні системи, клірингові системи, страхові компанії, страхові фонди та інш.).
7. Формування стратегічного управління інвестиційними ризиками банку, що передбачає вибір стратегії управління ризиками інвестування і виділення пріоритетних напрямів в роботі систем стратегічного ризик-менеджменту в банку.
8. Вибір стратегії, що дасть змогу оптимально використовувати наявні інвестиційні ресурси в умовах обмеженості ресурсів банку.
9. Управління інвестиційним портфелем банку, а саме аналіз і регулювання складу портфеля, формування і підтримка необхідного рівня його ліквідності і рівня витрат.
10. Мотивація і контроль інвестиційної діяльності, які орієнтовані на розроблення стратегічних планів з забезпечення розвитку банку необхідними інвестиційними ресурсами.
11. Контроль за виконанням стратегії.

Але, О. Грищенко [3] не приділяє достатньо уваги, в процесі формування інвестиційної стратегії, яким чином забезпечити найбільшу дохідність та не визначає способи формування інвестиційного портфеля.

Сучасна інвестиційна діяльність безпосередньо пов'язана з так званою «портфельної теорією» (Portfolio Theory) [7]. Ця теорія базується на тому, що більшість інвесторів обирають для своєї інвестиційної діяльності більш ніж один об'єкт інвестування, тобто формують певну їх сукупність. Цілеспрямований підбір таких об'єктів представляє собою процес формування інвестиційного портфеля.

Аналіз літературних джерел [1; 6; 8; 9; 11] показав, що існує велика різноманітність можливих типів формування інвестиційних портфелів. Основні типи формованих інвестиційних портфелів наступні:

1. За видами:

– портфель реальних інвестиційних проектів, що складається з вкладень комерційного банку в інвестиційні проекти різних підприємств;

– портфель цінних паперів, що включає цінні папери всіх можливих видів або частина з них (в свою чергу, можуть виділятися портфель акцій, портфель облігацій корпорацій, портфель державних цінних паперів, портфель векселів та ін.);

– портфель інших об'єктів інвестування доповнює, як правило, інвестиційний портфель комерційного банку. В якості інших об'єктів інвестування можуть виступати нерухомість, дорогоцінні метали, предмети колекціонування, антикваріат тощо. Вкладення в такі активи найбільш характерні для великих банків, оскільки при цьому інвестор не переслідує мети отримання доходів у найближчому майбутньому. Мотивами інвестицій в ці види активів можуть служити міркування престижу (придбання предметів мистецтва, нумізматичних рідкостей і т.п.), а також той факт, що дані предмети з часом не втрачають своєї вартості, а, отже, є страховим резервом банку.

2. За пріоритетними цілями інвестування:

– портфель зростання формується в основному за рахунок об'єктів інвестування, що забезпечують досягнення високих темпів зростання капіталу і (при супутніх їм високих рівнях ризику);

– портфель доходу формується в основному за рахунок об'єктів інвестування, що забезпечують досягнення високих темпів зростання доходу при високому рівні ризику;

– консервативний портфель формується в основному за рахунок об'єктів інвестування з середніми або низькими значеннями рівня ризику при порівняно невисоких рівнях зростання доходу і капіталу.

Ці типи портфелів мають ряд проміжних різновидів. Так, портфелі розвитку і доходу при максимальних значеннях своїх цільових показників називають агресивними портфелями. В рамках одного портфеля, як правило, може бути обраний тільки один критерій формування портфеля за пріоритетними цілям інвестування.

3. За досягнутою відповідністю цілям інвестування:

– збалансований портфель, який характеризується повною реалізацією цілей його формування шляхом відбору інвестиційних проектів або фінансових інструментів інвестування, що найбільш повно відповідають цим цілям;

– незбалансований портфель, невідповідний цілям його формування.

Різновидом незбалансованого портфеля є розбалансований портфель, який є раніше оптимізованим портфелем, що в даний час вже не задовольняє інвестора у зв'язку з істотними змінами зовнішніх умов інвестування або внутрішніх факторів. Прикладом зміни зовнішнього середовища інвестиційного ринку, що приводить до незадоволеності інвестора сформованим портфелем, може бути зміна умов оподаткування; внутрішніх факторів - суттєва затримка реалізації окремих інвестиційних проектів, значні порушення дивідендної політики підприємства-емітента та ін. Дана ознака типізації використовується для характеристики окремих видів інвестиційних портфелів або інвестиційного портфеля комерційного банку в цілому.

4. За термінами інвестування (стратегії інвестування):

– політика «драбини» або рівномірного розподілу, що полягає у виборі деякого максимально прийнятеного терміну і подальшого інвестування в цінні папери (ЦП) в рівних пропорціях на кожен з декількох інтервалів в рамках цього терміну. Ця стратегія не максимізує дохід від інвестування, але має перевагою зменшення відхилення доходу в ту чи іншу сторону, а її здійснення не потребує значних управлінських талантів;

– політика короткострокового акцепту, що полягає в придбанні тільки короткострокових цінних паперів і розподілу всіх інвестицій в межах короткого проміжку часу. Цей підхід розглядає інвестиційний портфель як джерело ліквідності, а не доходу;

– політика довгострокового акцепту, що підкреслює роль інвестиційного портфеля як джерела доходу, але не забезпечує необхідного рівня ліквідності;

– стратегія «штанги». В цьому випадку банк, з одного боку, розміщує значну частину коштів в короткострокові високоліквідні цінні папери, а з іншого - в довгострокові, дохідні. Ця стратегія вимагає визначення найкращого співвідношення частин засобів інвестованих в короткострокові і довгострокові ЦП;

– підхід процентних очікувань. Найбільш агресивний з усіх стратегій визначення інвестиційного горизонту. Відповідно до цього підходу, спектр термінів погашення збережених цінних паперів постійно оновлюється відповідно до поточних прогнозів процентних ставок і економічної кон'юнктури. Даний підхід сукупної якості портфеля або процентних очікувань передбачає скорочення строків погашення цінних

паперів, коли очікується зростання процентних ставок, і, навпаки, збільшення терміну, коли очікується падіння процентних ставок. Реалізація цього підходу в залежності від правильності прогнозу очікуваних процентних змін може призвести або до значних приростів капіталу, або навпаки до значних втрат, тобто характеризується високим ступенем ризикованості. Він вимагає глибоких знань ринкових факторів, пов'язаних з великими операційними витратами, вимагає частого виходу на ринок цінних паперів.

5. За методами управління:

– пасивні методи управління портфелем, передбачають одного разу сформувавши інвестиційний портфель, надалі його не переглядати;

– активні методи управління портфелем, передбачають можливість переформування інвестиційного портфеля в залежності від прогнозу майбутніх змін на інвестиційному ринку.

6. За оптимальністю структури формованого портфеля:

– оптимальні для поставлених цілей інвестування;

– неоптимальний для поставлених цілей інвестування.

Однією з основних проблем, що виникають в процесі формування інвестиційного портфеля, є проблема оптимізації структури портфеля (або побудова оптимального портфеля).

Під структуру інвестиційного портфеля розуміється співвідношення часток вкладення вільних грошових коштів у різні об'єкти інвестування у даного суб'єкта. Оптимізація структури інвестиційного портфеля визначається конкретними цілями інвестора, тобто критерієм оптимальності.

Проблемі побудови оптимального портфеля цінних паперів приділяється велика увага за кордоном [7]. Розроблені економіко-математичні моделі оптимального портфеля ґрунтуються на стохастичній моделі ринку цінних паперів, де ефективність цінного паперу моделюється випадковою величиною, її математичне сподівання відображає середню ефективність цінного паперу, а середньоквадратичне відхилення є мірою ризику інвестиції в даний цінний папір. Оцінка параметрів моделі, а також ступенів їх взаємного впливу проводиться статистичними методами на базі ретроспективної вибірки. Першою в історії моделлю оптимального портфеля цінних паперів стала модель Г. Марковіца, що включає тільки ризикові цінні папери [7], потім вона була модифікована Д. Тобін, який довів, що портфель, який включає поряд з ризиковими цінними паперами безризикові, матиме певну оптимальну структуру незалежно від схильності інвестора до ризику [1].

Підхід Марковіца починається з припущення, що інвестор в певний момент часу має конкретну суму грошей для інвестування. Ці кошти передбачається інвестувати на певний відрізок часу, який був визначений як «період володіння». В кінці періоду володіння інвестор продає цінні папери, які були куплені на початку періоду. Таким чином, підхід Марковіца може бути розглянутий як дискретний. У первинний момент – момент формування портфеля – інвестор повинен прийняти рішення про структуру інвестиційного портфеля, це рішення еквівалентне вибору оптимального портфеля з набору можливих портфелів.

Математична задача оптимізації портфеля цінних паперів, запропонована Марковицем [7], зводиться до знаходження оптимального питомої ваги інвестицій в різні цінні папери в портфелі суб'єкта. Практичне застосування цих моделей в умовах України ускладнене, оскільки для їх реалізації потрібне знання очікуваного прибутку в цілому і по кожній можливій інвестиції, що вимагає великого обсягу статистичної інформації, отримання якої вельми утруднено навіть в країнах, що мають розвинені фондові ринки.

Подальші розробки в цій області належать В.Ф. Шарпу, який розробив Модель ринку, що ґрунтується на залежності ефективності всіх цінних паперів, що обертаються на ринку, від ефективності ринку в цілому (R_m) [7; 11]. На практиці визначення R_m , як зваженої (з урахуванням капіталу) суми ефективності всіх ризикових цінних паперів, що обертаються на ринку, неможливо, так як кожен рік виникають і розпадаються тисячі мікрокорпорацій. Тому, дослідженню підлягають тільки ті цінні папери, які протягом тривалого періоду років фігурують на ринку і значення яких досить істотно для розглянутого фондового року. У сформованих умовах українського ринку, в силу його молодості (порівняно в західноєвропейськими та ринком США) і ряду інших причин, виділення подібного роду корпорацій вельми скрутно, що призводить до неможливості побудови адекватної ринкової моделі Шарпівського типу.

В 60-ті рр. В.Ф. Шарпом, Дж. В. Лінтнером і Я. Моссіним були створені основи принципово нової теоретичної моделі рівноваги, названої моделлю ціноутворення на ринку капіталовкладень (Capital Asset Pricing Model, CAPM), заснованої на оцінці фінансового ринку з використанням математичного апарату [7]. Найважливішими теоретичними результатами реалізації цієї моделі стали: структура оптимального портфеля для всіх однакова і не залежить від схильності інвестора до ризику; премія за ризик (перевищення очікуваної ефективності ризикової цінного паперу або портфеля цінних паперів над ефективністю безризикового вкладу) будь-якого цінного паперу, включеної в оптимальний портфель, пропорційна премії за ризик, пов'язаний з портфелем в цілому; ринок сам представляє собою оптимальний портфель, тобто структура ринку відповідає структурі оптимального портфеля. При побудові CAPM були зроблені допущення, що стосуються деяких властивостей ринку (наприклад, всі інвестори мають тотожну суб'єктивну оцінку майбутньої ефективності і ризику для всіх цінних паперів, існують безризикові цінні папери, інвестори можуть брати і давати в борг необмежену

кількість цінних паперів з номінальною процентною ставкою та ін.), котрі мають принципове для цієї моделі значення і різко звужують межі її застосування.

Таким чином, модель CAPM відображає не реальний, а «ідеальний» ринок, на якому допущення вірні. Однак реальний ринок цінних паперів навіть при розвинутому фондовому ринку відрізняється від «ідеального». Ступінь близькості реального ринку до «ідеального» визначають ступінь застосовності теоретичних результатів моделі на практиці. Український фондовий ринок далекий від «ідеального», для нього практично не виконується жодна з визнаних для CAPM припущень, так що модель ціноутворення не діє на вітчизняному ринку в даний момент.

Як зазначалося раніше, на інвестиційну діяльність в цілому і процес формування інвестиційного портфеля впливають велика кількість різноманітних факторів. В результаті аналізу літературних джерел [1-9] були виявлені наступні основні чинники, що впливають на інвестиційний вибір інвестора: очікувана норма прибутковості; податкові характеристики; процентний ризик; кредитний ризик; діловий ризик; ризик незбалансованої ліквідності; ризик дострокового відкликання; інфляційний ризик; заставні вимоги. Всі ці чинники в тій чи іншій мірі мають відобразитися при моделюванні інвестиційного портфеля комерційного банку.

Формування інвестиційного портфеля безпосередньо пов'язано з вибором об'єктів інвестування. При виборі об'єктів інвестування основна увага повинна приділятися поняттю ефективності інвестицій у різні об'єкти. Тому, необхідно вибрати метод інвестиційних об'єктів з метою підвищення ефективності діяльності інвестора за рахунок інвестиційної діяльності. Тому управління портфелем цінних паперів і формування інвестиційної стратегії визначається тим, на якому ринку працює банківська структура – ринку акцій або облігацій. На рис. 1 наведено стратегії управління портфелем цінних паперів в залежності від об'єкта інвестування.

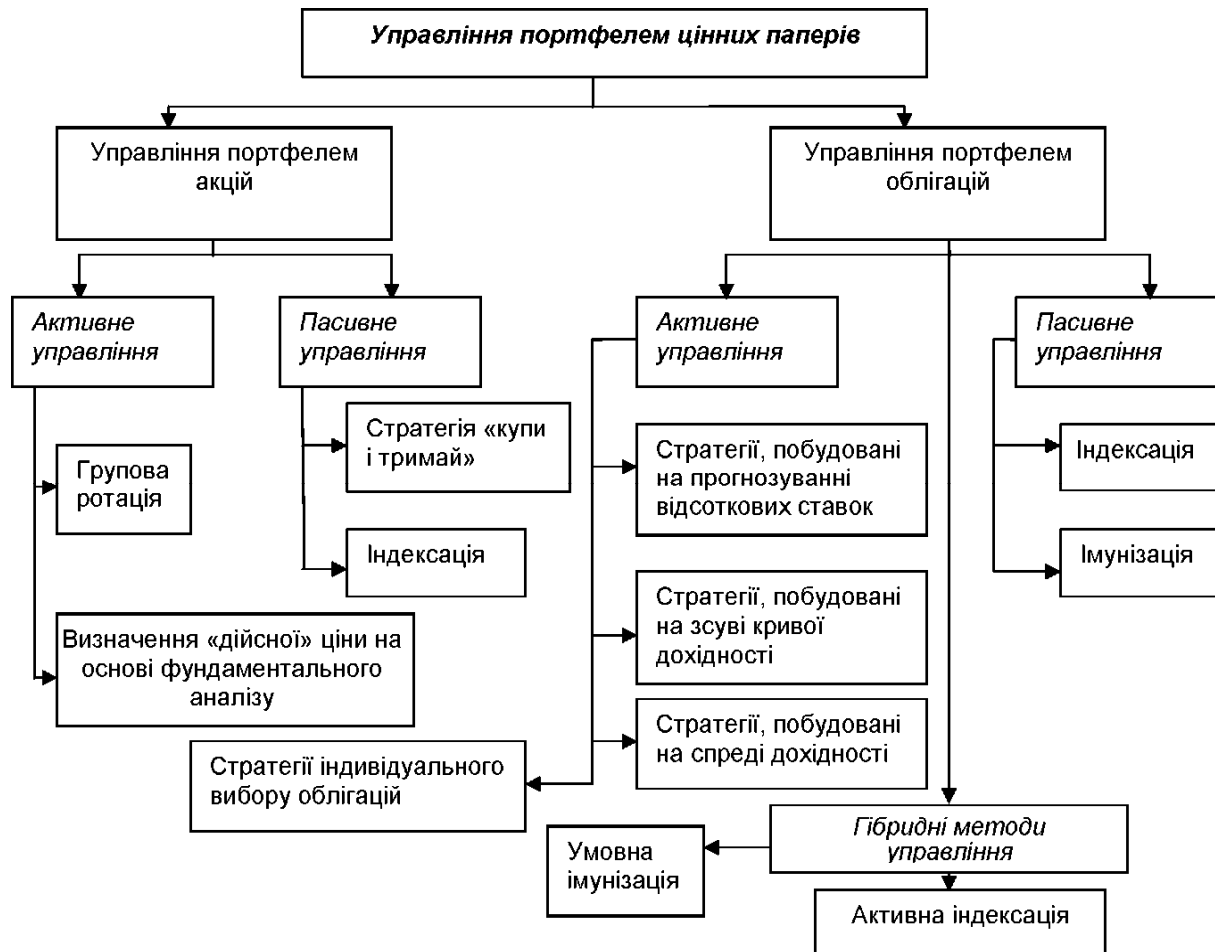


Рис. 1. Стратегії управління портфелем цінних паперів

Джерело : [4]

Дамо характеристику основних стратегій управління портфелем цінними паперами.

Банківські установи використовують управління для портфеля акцій та портфеля облігацій на основі активного та пасивного управління.

Пасивне управління портфелем облігацій базується на стратегії індексації та стратегії імунізації. Індексація полягає у побудові портфеля боргових зобов'язань банку, характеристики якого повністю повторюють певний облігаційний індекс. Але цей підхід не може використовуватися повною мірою тому, що неможливо купувати всі облігації, які входять в індекс через значні операційні витрати, що зможуть суттєво зменшити сукупну дохідність портфеля; також існує велика ймовірність придбання фінансових інструментів за цінами, що відрізняються від врахованих при розрахунку індексу. Імунізація базується на показникові дюрації облігацій. Вона є зваженим значенням середніх строків часу до настання решти платежів. Вперше цей показник у 1938 р. запропонував Ф. Маколей (Macaulay), який стверджував, що найкращим показником середнього життя облігації необхідно вважати час надходжень від неї у потік готівки (купони, виплата номіналу) з урахуванням часової вартості грошей. Недоліком цієї стратегії є необхідність періодично проводити ребалансування портфеля для забезпечення ефективності імунізації банківські установи, щоб дотримуватися умов рівності дюрацій, оскільки вона при зміні ринкової дохідності змінюється, а також може змінитися потік зобов'язань (дострокове вилучення депозитів).

Активне управління портфелем облігацій включає наступні стратегії:

- стратегії, що побудовані на прогнозуванні відсоткових ставок (суть пов'язана з дюрацією як показником, що показує чутливість облігацій до зміни відсоткових ставок);
- стратегії, що побудовані на зсуві кривої дохідності (суть полягає у побудові банківського портфеля інструментів з фіксованим доходом на основі очікуваних змін форми кривої дохідності, яка відображає зв'язок між дохідністю облігацій та їхніми строками до погашення);
- «східчаста» стратегія (погашення облігацій портфеля рівномірно розподіляються за можливим діапазоном строків);
- стратегії, побудовані на спреді дохідності або секторні стратегії (стратегії передбачають формування портфеля боргових цінних паперів відповідно до змін спреду дохідності облігацій різних секторів);
- стратегія індивідуального вибору облігацій (полягає в пошуку недооцінених цінних паперів шляхом визначення дійсної вартості облігацій та її порівняння з ринковою ціною).

Можливо також виділити гібридні методи управління портфелем облігацій, а саме: умовну імунізацію (використання як базової активної стратегії, яку змінюють на імунізацію, якщо при реалізації першої повна дохідність знижується до мінімально допустимого рівня) та активну індексацію (повна дохідність індексу є лише мінімальним рівнем дохідності, який повинен забезпечити менеджер).

Пасивне управління банківським портфелем акцій базується на наступних видах стратегій:

- стратегія «купи та тримай» – придбання акцій та їхнє утримання з метою генерації поточних дивідендів і продажу для отримання доходу від капіталізаційного приросту;
- індексація – передбачає формування портфеля, який за своїми характеристиками повторюватиме динаміку руху певного фондового індексу.

Активні методи управління портфелем акцій передбачають використання наступних стратегій:

- стратегія групової ротації – вибір акцій, що належать компаніям тих галузей, в яких прогнозується вище зростання порівняно з іншими та зі зростанням ВВП загалом;
- стратегія управління на основі прогнозування цін акцій з допомогою технічного аналізу.

Таким чином, аналіз літературних джерел показав, що: не існує методів, що дозволяють всебічно оцінити потенційні об'єкти інвестування; існуючі методи дозволяють лише провести односторонній аналіз альтернативних об'єктів вкладення коштів; відсутні методи оцінки, спрямовані на дослідження специфіки української економіки; немає універсальних підходів до оцінки інвестиційних об'єктів, провідних до скорочення часу прийняття інвестиційних рішень; відсутні моделі інвестиційних портфелів, розроблені спеціально для оптимізації структури портфеля різних типів інвесторів; не розроблені моделі, що дозволяють врахувати ризики, пов'язані з інвестиційною діяльністю.

Інвестиційний портфель, як було сказано раніше, припускає можливість включення до його складу різноманітних об'єктів інвестування. Такими об'єктами можуть виступати акції (іменні, привілейовані, прості) і облігації корпорацій, державні облігації, векселі, інвестиційні проекти та ін. Будь-яка корпорація для зниження ризику інвестування повинна диверсифікувати свої вкладення. В даний час в Україні, коли інвестиційні процеси не достатньо розвинені (порівняно з США), складну структуру інвестиційного портфеля мають, в основному, тільки комерційні банки. Розглянемо можливість побудови моделі формування інвестиційного портфеля на прикладі комерційного банку.

Структура комерційного банку повинна відповідати певним вимогам, що накладається на діяльність банку по забезпеченню досягнення певного рівня ліквідності, дохідності, надійності. Деякі нормативи закладаються у вимогах НБУ щодо аналізу діяльності комерційного банку, а деякі – визначаються для кожного банку окремо залежно від проведеної інвестиційної політики банку.

У роботі [6; 9] оптимізацію структури портфелю комерційного банку пропонують проводити за такою моделлю:

$$Z = \sum_{i=1}^m R_{ai} \times a_i \rightarrow \max_i, \quad (1)$$

$$\sum_{i=1}^m a_i = K, \quad a_i \geq 0, \quad (2)$$

$$\frac{\sum_{i=1}^m l_i \times a_i}{K} \geq l_p, \quad (3)$$

$$\frac{\sum_{i=1}^m r_i \times a_i}{K} \leq r_p, \quad (4)$$

де R_{ai} - середня дохідність при інвестуванні в і-ий портфель;

a_i - кількість коштів, інвестованих в і-ий портфель;

K - вільні грошові кошти, що виділяються на інвестування;

l_i - ліквідність і-го портфеля;

l_p - нормативна ліквідність інвестиційного портфеля комерційного банку в цілому;

r_i - ризикованість вкладень в і-ий портфель;

r_p - норматив ризикованості інвестиційного портфеля комерційного банку в цілому.

Наведена вище модель дозволить оптимально розмістити виділені для інвестування кошти між формованими комерційним банком спеціалізованими портфелями (портфель корпоративних цінних паперів, портфель недержавних боргових зобов'язань, портфель державних боргових зобов'язань, портфель врахованих векселів, портфель інвестиційних проектів та ін.).

На ряду з проблемою оптимального розміщення виділених для інвестування ресурсів між формованими спеціалізованими портфелями існує проблема визначення напрямків розміщення інвестиційних ресурсів для кожного джерела залучення. Оптимізація напрямів використання коштів повинна забезпечувати максимальний операційний дохід при мінімальній частоті залучення та використання ресурсів. При цьому необхідно виявити найбільш вигідні джерела для фінансування інвестицій. Повинні виконуватися нормативи НБУ щодо ліквідності, інвестування, а також можуть накладатися інші обмеження при формуванні оптимального портфеля інвестицій, які варіюють залежно від проведеної інвестиційної політики інвестора.

Розподіл джерел фінансування інвестицій проводиться відповідно до норм обов'язкового резервування, швидкості їх обігу, витрат на їх залучення. Так, залишки на розрахункових і поточних рахунках клієнтів банку в національній валюті підлягають більш високим нормам обов'язкового резервування, ніж залишки на рахунках клієнтів в іноземній валюті, швидкість їх оборотності значно вища, ніж у інших видів вкладів. Депозити інших банків не вимагають відрахування частини коштів для формування резервних фондів, оборотність їх нижча, ніж оборотність вкладів до запитання. Власні кошти банків теж не резервуються і мають низьку швидкість оборотності. Подібним чином класифікуються всі джерела фінансування інвестицій. З точки зору їх ліквідності керівництво банку визначає порядок розміщення коштів для кожної групи джерел інвестування.

Основним джерелом фінансування інвестицій є власні кошти банку, так як вони не підлягають обов'язковому резервуванню і мають достатньо високий період обігу, також для деяких видів інвестування Національним банком України пропонується певне джерело фінансування і в більшості випадків це власні кошти банку.

Відомо, що швидкість оборотності коштів, залучених з одного джерела і спрямованих на інвестування певного активу, різні. Залежно від цього можуть бути розглянуті дві ситуації: коли період оборотності залучених ресурсів дорівнює періодам оборотності цих коштів, інвестованих в певний актив, і коли період оборотності інвестованих коштів дорівнює періодам оборотності тих коштів, які були залучені з певного джерела.

Таким чином, нехай існує m джерел ресурсів різного типу, що залучаються для інвестування (B_1, B_2, \dots, B_m), причому передбачається можливість використовувати перераховані джерела не тільки для інвестування, але і для забезпечення інших активних операцій банку. Також існує n пунктів інвестування (A_1, A_2, \dots, A_m), тобто один з формованих портфелів, на які поділяється інвестиційний

портфель комерційного банку – портфель цінних паперів, портфель реальних інвестиційних проектів, портфель державних облігацій та ін.

Виходячи з вищесказаного, модель інвестиційного портфеля комерційного банку, що враховує джерела фінансування, має наступний вигляд [6; 9]:

$$\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n \left(\left(1 + \frac{R_{ai} \times T_{ai}}{365} \right)^{\frac{365}{T_{ai}}} - \left(1 + \frac{C_{bj} \times T_{bj}}{365} \right)^{\frac{365}{T_{ai}}} \right) \times x_{ij} \rightarrow \max, \quad (5)$$

$$\sum_{j=1}^n x_{ij} = A_i, \quad (6)$$

$$\sum_{i=1}^m x_{ij} = \psi_j (1 - \mathcal{S}_j) \times B_j, \quad (7)$$

$$x_{ij} \geq 0, \quad (8)$$

$$\sum_{i=1}^m A_i = \sum_{j=1}^n \psi_j \times (1 - \mathcal{S}_j) \times B_j; \quad (9)$$

$$\frac{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n l_i \times x_{ij}}{\sum_{i=1}^m A_i} \geq l_p, \quad (10)$$

$$\frac{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n R_{ai} \times x_{ij}}{\sum_{i=1}^m A_i} \geq R_p, \quad (11)$$

$$\frac{\sum_{i=1}^m A_i}{Ss + \sum_{i=1}^m A_i} \times 100\% \leq (1 - \mu) \times Ss, \quad (12)$$

де x_{ij} - кількість одиниць ресурсу, залученого з джерела B_j та інвестованого в A_i ;

R_{ai} - середня дохідність від інвестування;

T_{ai} - середньозважений час інвестування;

T_{bj} - середньозважений термін залучення ресурсу;

C_{bj} - середньозважена ціна залучення ресурсу;

\mathcal{S}_j - частка ресурсів, залучених з джерела, які підлягають обов'язковому резервуванню;

l_i - коефіцієнт ліквідності пункту інвестування;

l_p - мінімально прийнятий рівень ліквідності портфеля;

R_p - норматив прибутковості інвестиційного портфеля;

Ss - сума власних коштів банку.

Функція мети описаної моделі визначає сумарний прибуток, одержуваний від спрямування ресурсів, залучених з усіх аналізованих джерел, в усі пункти інвестування (портфелі цінних паперів, інвестиційних проектів, державних облігацій та ін.).

Висновки з проведеного дослідження. У умовах подолання кризи банківського та фінансового секторів України необхідно дуже ретельно обирати інвестиційну стратегію, з огляду на те, що велика увага завжди приділяється індикаторам стану фондового ринку, що не завжди дозволяє

об'єктивно оцінити його стан. Також, український фондовий ринок досить часто не відповідає потребам зарубіжних інвесторів за показниками ліквідності. Саме тому необхідна мобілізація власних, внутрішніх ресурсів для розвитку фондового ринку та фінансових інститутів за рахунок створення таких стратегій управління коштами, які будуть сприяти підвищенню зацікавленості українських інвесторів у власному ринку.

Бібліографічний список

1. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент : [учебн. курс] / И.А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2001. – 448 с.
2. Борщ Л.М. Інвестиції в Україні: стан, проблеми і перспективи / Л.М. Борщ. – К. : Знання, 2002. – 318 с.
3. Грищенко О.С. Формування комплексної системи стратегічного управління інвестиційною діяльністю банків / О.С. Грищенко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/1123/1/70.pdf>
4. Дзюблюк О.В. Банківські операції : [підручник] / [За ред. д.е.н., проф. О.В. Дзюблюка]. – Тернопіль : Вид-во ТНЕУ «Економічна думка», 2009. – 696 с.
5. Загородній А.Г. Фінансово-економічний словник / А.Г. Загородній. – Львів : Вид-во нац. ун-ту «Львів. політехніка», 2005. – 714 с.
6. Инвестиционный портфель коммерческого банка : [монография] / [Клебанова Т.С., Решетняк Е.И., Реаевнева Е.В., Кизим Н.А.]. – Х. : Изд-во Бизнес-информ, 2000. – 146 с.
7. Марковиц Г. Инвестиционный портфель и фондовый рынок / Г. Марковиц, У. Шарп. – М. : Дело, 2001. – 570 с.
8. Методичні рекомендації щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України : Постанова Правління НБУ № 361 від 02.08.2004 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
9. Решетняк Е.И. Формирование инвестиционного портфеля : [монография] / Е.И. Решетняк. – Х. : Изд-во НУА, 2000. – 172 с.
10. Пересада А.А. Управління банківськими інвестиціями : [монографія] / А.А. Пересада, Т.В. Майорова. – К. : КНЕУ, 2010. – 388 с.
11. Портфельне інвестування : [навч. посібник] / [Пересада А.А., Шевченко О.Г., Коваленко Ю.М., Урванцева С.В.]. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.

References

1. Blank, I.A. (2001), *Investiciony Menedgment* [Investment Management], tutorial, Training Course, Nika-Center, Kiev, 448p.
2. Borsch, L.M. (2002), *Investicii v Ukraine: stan, problemy i perspektivy* [Investment in Ukraine: status, problems and prospects], Znannia, Kiev, 318p.
3. Gryshchenko, O.S. (2009), "Formation of the complex of the strategic management of the investment activities of banks", available at: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/1123/1/70.pdf> (access date December 16, 2014).
4. Dziubliuk, A.V. (2009), *Bankivski operacii* [Banking transactions], textbook, Ekonomichna dumka, Ternopil, 696p.
5. Zahorodnii, A.G. (2005), *Finansovo-ekonomichniy slovnyk* [Finance and Economics Dictionary], dictionary, Lviv, Politehnika, 714p.
6. Klebanova, T.S., Reshetniak, E.I., Reaevneva, E.V. and Kizim, N.A. (2000), *Investicionnyy portfel komercheskogo banka* [Investment portfolio of commercial banks], monograph, Business Inform, Kharkov, 146p.
7. Markowitz, G. and Sharpe, W. (2001), *Investitsionnyy portfel i fondovyy rynek* [Investment portfolio and stock market], Delo, Kiev, 570 p.
8. NBU Resolution № 361: Guidelines on the organization and functioning of risk management in banks Ukraine, available at: <http://zakon.rada.gov.ua> (access date December 18, 2014).
9. Reshetniak, E.I. (2000), *Formirovanie investitsionnogo portfelia* [Formation of the investment portfolio], monograph, Narodnaya ukrainskaya academia, Kharkiv, 172p.
10. Peresada, A.A. (2010), *Upravlinnia bankivskymy investytsiamy* [Management of bank investment], monograph, KNEU, Kiev, 388p.
11. Peresada, A.A., Shevchenko, O.H., Kovalenko, Yu.M. and Urvantseva, S.V. (2004), *Portfelne investuvannia* [Portfolio investment], textbook, KNEU, Kiev, 408p.

Богач Д.С. АНАЛІЗ І КРИТИКА НАЙБІЛЬШ РОЗПОВСЮДЖЕНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ СТРАТЕГІЙ В УКРАЇНІ

Мета. Проаналізувати існуючі підходи до розробки та вибору інвестиційної стратегії і пошук напрямків вдосконалення методичного підходу до вибору оптимальної структури інвестиційних активів комерційного банку.

Методика дослідження. Первинні методи були використанні для збору інформації та її систематизації. Логіко-аналітичний метод дозволив виявити недоліки існуючих інвестиційних стратегій для подальшого пошуку засобів їх вдосконалення.

Результати. У статті розглянуті найбільш розповсюджені стратегії управління інвестиціями з позиції комерційного банку України. Виявлені недоліки при визначенні пріоритетів стратегії управління, що у значній мірі і зумовлюють неефективність сучасної системи управління грошовими ресурсами. З'ясовано, що відсутні методи універсальних підходів до оцінки інвестиційних об'єктів української економіки; відсутні моделі інвестиційних портфельів, розроблені спеціально для оптимізації структури портфеля різних типів інвесторів в Україні; не розроблені моделі, що дозволяють врахувати ризики, пов'язані з інвестиційною діяльністю на території України.

Наукова новизна. Визначена неефективність класичних моделей управління цінними паперами, оскільки моделі поведінки інвесторів за останні 40 років зазнали суттєвих змін. Запропонована оновлена модель інвестиційного портфеля комерційного банку, що враховує джерела фінансування.

Практична значущість. Результати проведеного аналізу дають змогу сформувати більш ефективну інвестиційну стратегію, ніж нині існуючі на території України, що може призвести до підвищення обсягів залучення коштів та розвитку фондового ринку.

Ключові слова: комерційний банк, інвестування, доходність, диверсифікація, фондовий ринок, джерела фінансування.

Bohach D.S. ANALYSIS AND CRITICISM OF MOST COMMON INVESTMENT STRATEGIES IN UKRAINE

Purpose. Analyze existing approaches to the design and selection of investment strategy and the ways to improve the methodical approach to the selection of the optimal structure of the investment assets of the commercial bank.

Methodology of research. The primary methods were used to gather information and its systematization. Logical-analytical method revealed the shortcomings of the existing investment strategy for further fundraising to improve them.

Findings. The article describes the most common strategies of investment management from the perspective of commercial banks in Ukraine. Identified deficiencies in the prioritization of management strategy that, to a large extent, causes inefficiency of the modern system of cash management. It was found that there are no universal methods of approaches to the evaluation of investment projects of the Ukrainian economy; there are no models of investment portfolios designed specifically to optimize the structure of the portfolio of different types of investors in Ukraine; not developed models which take into account the risks associated with investment activities on the territory of Ukraine.

Originality. Definite inefficiency of classic models of management of securities due to model of investor's behavior over the past 40 years has been significantly changed. Updated model of portfolio of commercial bank, which take into account the sources of funding in proposed.

Practical value. Result of the analysis allow to generate better investment strategy than now exist in Ukraine, which could lead to an increase in the volume of fundraising and development of the stock market.

Key words: commercial bank, investment, profitability, diversification, stock market, sources of financing.

Богач Д.С. АНАЛИЗ И КРИТИКА НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ В УКРАИНЕ

Цель. Проанализировать существующие подходы к разработке и выбора инвестиционной стратегии и поиск направлений совершенствования методического подхода к выбору оптимальной структуры инвестиционных активов коммерческого банка.

Методика исследования. Первичные методы были использованы для сбора информации и ее систематизации. Логико-аналитический метод позволил выявить недостатки существующих инвестиционных стратегий для дальнейшего поиска средств их совершенствования.

Результаты. В статье рассмотрены наиболее распространенные стратегии управления инвестициями с позиции коммерческого банка Украины. Виявлені недоліки при определении приоритетов стратегии управления, что, в значительной степени, и обуславливает неэффективность современной системы управления денежными ресурсами. Было выяснено, что отсутствуют методы универсальных подходов к оценке инвестиционных объектов украинской экономики; отсутствуют модели инвестиционных портфельей, разработанные специально для оптимизации структуры портфеля различных типов инвесторов в Украине; не разработаны модели, позволяющие учесть риски, связанные с инвестиционной деятельностью на территории Украины.

Научная новизна. Определенная неэффективность классических моделей управления ценными бумагами, поскольку модели поведения инвесторов за последние 40 лет претерпели существенные изменения. Предложенная обновленная модель инвестиционного портфеля коммерческого банка, учитывающая источники финансирования.

Практическая значимость. Результаты проведенного анализа позволяют сформировать более эффективную инвестиционную стратегию, чем сейчас существующие на территории Украины, что может привести к повышению объемов привлечения средств и развития фондового рынка.

Ключевые слова: коммерческий банк, инвестирование, доходность, диверсификация, фондовый рынок, источники финансирования.