

УДК 336.761

В. А. Пластун,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів,
ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України, м. Суми
О. А. Пластун,
к. е. н., доцент, доцент кафедри бухгалтерського обліку та аудиту,
ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України, м. Суми

ОСОБЛИВОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ ЦІЛЮВИХ ОРІЄНТИРІВ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ

V. Plastun,
PhD, Associate Professor, Associate Professor of the Finance Department,
O. Plastun,
PhD, Associate Professor, Associate Professor of the Accounting and Audit Department,
SHEI "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine", Sumy

FEATURES OF TARGET DETERMINING OF INSTITUTIONAL INVESTORS

У статті розглядаються особливості організації діяльності інституційних інвесторів різних типів. Акцент здійснено на ключових аспектах, які визначають цільові орієнтири при формуванні інвестиційних портфелів. Зокрема в роботі розглянуті загальні цілі інституційних інвесторів, пов'язані із досягненням необхідного рівня дохідності, мінімізації ризику, забезпечення ліквідності портфелю. Особливої уваги потребують обмеження з боку регулюючих органів щодо структури сформованих портфелів. У статті наголошується на важливості врахування природи зобов'язань різних типів інституційних інвесторів, що призводить до інвестування у безризикові низько дохідні активи, виконанні нормативів платоспроможності, узгодження строків, дохідності між активами і пасивами. На основі виокремлення зазначених проблем і особливостей у статті здійснено узагальнення стратегічних цілей інституційних інвесторів при формуванні інвестиційних портфелів, що може виступати основою для удосконалення їх діяльності та виступити орієнтирами для проведення подальших досліджень.

The article discusses activities of different types of institutional investors. Emphasis is made on the key aspects that define targets of portfolio management. In particular, the paper discusses general objectives of institutional investors related to the achievement of the required level of profitability, minimize risk, and provide liquidity of the investment portfolio. Special attention should be paid to constraints of regulators on the structure of existing portfolios. The article stresses the importance of taking into account the nature of the obligations of different types of institutional investors, which leads to risk-free investment in low earning assets, the performance standards of solvency, agreement between terms and yield between assets and liabilities. On the basis of these features in the article strategic goals of portfolio management of institutional investors are summarized that can serve as the basis for the improvement of their activities and to act as benchmarks for further research.

*Ключові слова: фондовий ринок, інституційні інвестори, цінні папери.
Key words: stock market, institutional investors, securities.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

З точки зору економічної ефективності діяльність інституційних інвесторів оцінюється з позиції того, яке співвідношення дохідність/ризик вони пропонують інвесторам у порівнянні із альтернативними способами вкладення капіталу. Але проблема полягає не стільки в максимізації їх до-

ходності, скільки в узгодженні інвестиційних цілей із тими зобов'язаннями, які існують у таких фінансових посередників. Тому співвідношення дохідність/ризик можуть суттєво відрізнятися для кожного виду інституційних інвесторів і навіть серед однотипних установ. Більше того, це співвідношення суттєво залежить від самого розміщення активів і вибору цінних паперів для інвестування, що в свою чергу має вплив на ринки капіталу. Такий вплив є очевидним з тієї позиції, що інституційні інвестори формують більш диверсиф-

іковані портфелі ніж індивідуальні інвестори, а їх відношення до ризику може суттєво варіюватись. До того ж природа їхніх зобов'язань дозволяє здійснювати інвестування в довгострокові активи і тримати лише незначну частину у ліквідній формі.

Базова мета інституційних інвесторів полягає у досягненні оптимального співвідношення дохідності/ризик шляхом розміщення залучених коштів у диверсифікований портфель активів. Умовою такого оптимального співвідношення є потрапляння сформованого портфелю в межу ефективних портфелів, тобто таких, які не дозволяють збільшити дохідність без зростання рівня ризику, або зменшення ризику без зменшення дохідності. Будь-який портфель, що не відповідає зазначеним умовам, не може вважатись оптимальним і ефективним. Яким має бути співвідношення дохідності/ризик визначається цілями інвестування, уподобаннями і обмеженнями інвестора.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Особливості формування портфелів фінансових активів знайшла своє відображення і підходах сучасної портфельної теорії, в розвиток якої зробили свій внесок Г. Марковіц, У. Шарп, Є. Єлтон, М. Грубер, С. Рос, Ф. Блек, Р. Літтерман та ін. Але специфіка роботи інституційних інвесторів в даних дослідженнях, як правило, не розглядається. Тому постає необхідність поєднання теоретичних доробок із потребами практики та особливостями роботи різних інвесторів, що й здійснено в цій статті.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ

Метою даної статті є визначення цільових орієнтирів, які необхідно покласти в основу формування портфелю інвестицій інституційними інвесторами.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНІХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Для всіх інституційних інвесторів існують спільні риси, які формують загальний підхід до стратегії їх діяльності. По-перше, це визначення цілей та обмежень інвестування. Щодо цільових орієнтирів інституційний інвестор має визначити, яке саме співвідношення між ризиком і дохідністю інвестицій їх задовольнить. Тобто фактично можна говорити про їх відношення до ризику, готовність приймати певний його рівень і бажаний рівень дохідності сформованого інвестиційного портфелю.

Виходячи з цього, кожним інституційним інвестором визначаються загальні цілі, які полягають у тому, щоб максимізувати зростання капіталу, максимізувати зростання доходу, мінімізувати інвестиційні ризики, забезпечити необхідну ліквідність сформованого портфелю. Очевидно, що подібні цільові орієнтири є альтернативами одна одній, а їх поєднання можливе лише в обмеженому обсязі. Наприклад, зростання ринкової вартості капіталу пов'язано із зниженням поточного доходу портфелю, а нарощення доходності призводить до підвищеної ризикованості інвестицій. Досягнення необхідного рівня ліквідності буде вимагати виключення активів, які забезпечують зростання капітальної вартості або отримання високого доходу. Тому альтернативність зазначених цілей вимагає чітке визначення пріоритетів і балансування цільовими орієнтирами з метою досягнення загальної стратегії розробленої інвестиційної політики. Така ситуація обумовлює різноманіття типів інвестиційних портфелів, які характеризуються певним співвідношенням між дохідністю і ризиком.

Що стосується портфельних обмежень, то вони можуть включати наступні компоненти: ліквідність, інвестиційний горизонт, інфляційні очікування, податки, особливості ведення бухгалтерського обліку, а також специфічні потреби або індивідуальні особливості, притаманні різним типам інституційних інвесторів. Окремі з перерахованих факторів напряду пов'язані із їх природою зобов'язань. Наприклад, обмеження по ліквідності необхідні для того щоб була можливість покрити поточні витрати, які пов'язані із основною діяльністю та існуванням інституційного інвестора як юридичної особи. Інвестиційний горизонт пов'язаний із запланованою датою закінчення процесу інвестування (наприклад, закінчення пенсійного контракту), а інфляційні очікування потребують тримати активи, які дозволяють захистити інвестиції від її впливу (цінні папери, прив'язані до ринкового індексу, або нерухомість).

Дуже часто інвестиційні портфелі інституційних інвесторів структурно обмежені з боку регулюючих органів. Це може бути заборона вкладення коштів у певні групи активів, кількісні обмеження, які не дозволяють досягти бажаних цільових орієнтирів і сформувати ефективний портфель. Що стосується податкових обмежень, то вони також впливають на те, яким саме активам віддавати перевагу, щоб зменшити загальне податкове навантаження на результати інвестицій. У свою чергу існуючі правила ведення бухгалтерського обліку впливають на порядок визначення вартісної оцінки сформованого портфелю, що може бути проблемним у випадку неліквідних активів (позики, нерухомість, вироби мистецтва тощо).

Після того, як ці обмеження прийняті до уваги, розробляються і впроваджуються інвестиційні стратегії. Пріоритетним рішенням є вибір категорій активів, які будуть включені в портфель. Зазвичай це інструменти грошового ринку, акції, облігації, нерухомість, позики, іноземні активи. Для визначення очікуваної норми дохідності обраних активів, здійснюється моніторинг ринку, враховуються історичні дані цінових змін, приймаються до уваги макроекономічні змінні і економічні прогнози. Ефективне співвідношення між ризиком і дохідністю може бути визначено на основі ймовірності розподілу дохідності за період інвестування. Оптимальний портфель буде сформовано за умови включення всіх існуючих обмежень. При цьому зміна окремих показників, які впливають на портфель, обов'язково призводить до відповідних змін і в структурі портфелю.

Також необхідно приймати до уваги, що сформований портфель повинен включати стратегічні компоненти (тобто ті активи, вкладення в які розраховані на довгострокову перспективу) і тактичні компоненти (тобто ті активи, які використовуються для поточних коригувань структури портфелю при зміні ключових факторів і показників).

Природа зобов'язань інституційних інвесторів у більшості випадків є ключовим аспектом в розумінні того, як відрізняються їх стратегічні цілі та структура сформованих портфелів. Слід враховувати, що зобов'язання різняться в залежності від точності визначення їх сум та часу виконання. Відповідно можуть існувати зобов'язання із заздалегідь відомими сумами та часом їх виплат (наприклад, банківські депозити), відомими сумами, але невизначеним часом (як правило, це договори страхування життя), невизначеною сумою, але відомим часом (зобов'язання із плаваючою ставкою) і, що зустрічається найчастіше, коли обидва компоненти є невизначеними. Прикладами останніх виступають зобов'язання недержавних пенсійних фондів, інвестиційних фондів, страхових компаній.

Визначеність щодо виконання зобов'язань для різних типів інституційних інвесторів також може бути різною. Наприклад, для НПФ вона є більш важливою, ніж для інвестиційних фондів. Саме тому інституційний інвестор буде шукати необхідну дохідність на інвестовані кошти і тримати

Таблиця 1. Стратегічні цілі інституційних інвесторів при формуванні інвестиційних портфелів

№ з/п	Компонент портфельного вибору	Пенсійні фонди	Інвестиційні фонди	Страхові компанії зі страхування життя	Ризикові страхові компанії	Комерційні банки
1	Доходність	В залежності від структури пенсійних зобов'язань: нарощення капіталу при переважно молодому віці клієнтів; забезпечення доходності при похилому віці клієнтів	Повинні генерувати доходність, якої вистачить на покриття управлінських витрат	Забезпечення стабільного рівня доходності	Максимізація доходності для покриття зобов'язань	Доходність визначається вартістю зобов'язань. Її повинно вистачити для забезпечення позитивного середу
2	Відношення до ризику	Залежить від віку клієнтів, часового горизонту, балансу фонду	Середній і високий ризик в залежності від управлінських витрат і часового горизонту	Низький ризик при інвестуванні у інструменти з фіксованою доходністю і високий ризик при інвестуванні в інші інструменти	Низький ризик при інвестуванні у інструменти з фіксованою доходністю і високий ризик при інвестуванні в інші інструменти	Портфель із ризиком нижче середнього
3	Ліквідність	Залежить від віку клієнтів	Низька. До 5% активів знаходяться у високоліквідній формі	Висока для інструментів із фіксованою доходністю і низька для інших активів	Висока для інструментів із фіксованою доходністю і низька для інших активів	Ліквідність визначається зобов'язаннями
4	Часовий горизонт	Довгий, але може зменшуватись, якщо не збільшується клієнтська база	Довгий	Середній і довгий, але постійно скорочується	Короткий	Короткий або середній в залежності від зобов'язань

певну суму активів, які будуть перевищувати поточні зобов'язання з метою забезпечення бажаного рівня ліквідності. Ризик інвестування повинен бути адекватним тій доходності, яку необхідно отримати, але не ставити під загрозу платоспроможності самого суб'єкта.

Виходячи з цих міркувань інституційний інвестор має врахувати ряд альтернативних підходів до розміщення активів, які б задовольняли вищезазначеним вимогам. По-перше, це стратегія імунізації, яка полягає у стабілізації обсягу інвестицій, яка вкладена у безризикові активи. Це здійснюється для уникнення ризику зміни відсоткових ставок. Також у рамках цієї стратегії здійснюється балансування грошових потоків, які генерують активи із грошовими потоками за зобов'язаннями інституційних інвесторів за часом їх виникнення, що дозволяє усунути ризику ліквідності і неплатоспроможності.

По-друге, це стратегія портфельного страхування або захисту від падіння його ринкової вартості з метою виконання мінімальних вимог платоспроможності, які встановлюються для пенсійних фондів і страхових компаній. У цьому випадку інвестування здійснюються в активи, які не будуть суттєво втрачати в ціні, наприклад, перерозподіляючи структуру портфелю, який містить суттєву питому вагу акцій, на державні облігації, які забезпечать мінімальний, але стабільний дохід. У рамках цієї стратегії також можливе використання похідних фінансових інструментів — опціонів або ф'ючерсів, які дозволяють встановити певну межу, нижче якої вартість портфелю не знизиться.

По-третє, важливим елементом є використання стратегії збіг таких характеристик активів і зобов'язань, як доходність, ризик і строк погашення/виконання. Наприклад, доцільно віддавати перевагу акціям у тому випадку, коли зобов'язання зростають тими ж темпами, що й реальна заробітна плата, що типове для НПФ. Облігації для цього не є найкращою альтернативою, хоча вони є придатними для тих же НПФ, але у випадку забезпечення ануїтетних виплат.

Аналіз різних підходів до портфельного управління дозволяє сформулювати ключові принципи, які повинні бути покладені в його основу:

— забезпечення реалізації інвестиційної політики, що виходить із необхідності досягнення встановлених цілей;

— забезпечення відповідності обсягів і структури інвестиційного портфелю зобов'язанням інституційного інвестора з метою підтримки ліквідності та платоспроможності;

— досягнення оптимального співвідношення між доходністю, ризиком і ліквідністю для забезпечення збереження залучених коштів, їх приріст і виконання поточних зобов'язань;

— диверсифікація інвестиційного портфелю шляхом включення в нього різноманітних активів, у тому числі нефінансових;

— забезпечення керованості інвестиційного портфелю, що передбачає можливість зміни його обсягу і структури під впливом систематичних і несистематичних факторів;

— відповідність сформованого портфелю існуючим обмеженням і специфіці діяльності інституційного інвестора.

Далі розглянемо ті особливості, які визначають формування інвестиційних портфелів різних типів інституційних інвесторів. Найголовнішим фактором є те, що їх мотиви і відношення до ризику суттєво відрізняються. У інвестиційних фондів рівень ризику і доходність, як правило, заздалегідь визначені і можуть суттєво відрізнятися між окремими фондами. Саме тому інвестиційні цілі достатньо очевидні та дозволяють чітко контролювати розміщення активів і результати, яких досягає фонд. Стратегії інвестиційних фондів є більш спеціалізовані, ніж у страховиків та НПФ, а напрямки інвестування суттєво залежать від того, яким інструментам віддають перевагу інвестори фонду. Тому структура портфелю постійно змінюється з плином часу.

Окрім цього, важливо враховувати стиль управління портфелем — активний або пасивний. Серед перших існує значна кількість під категорій, спрямованих на загальне зростання інвестованого капіталу або забезпечення певного рівня доходності. І зрозуміло, існує спеціалізація за видами активів, в які переважно здійснюються інвестиції, а також строгість, з якою дотримуються цієї спеціалізації.

Що стосується страховиків, які здійснюють страхування життя, то для них основним завданням є оцінка і прогнозування розміру виплат страхувальнику при настанні страхового випадку. Це здійснюється за допомогою актуарних розра-

хунків, які базуються на таблицях смертності, а також приймаючи до уваги рівень дохідності активів, в які розміщено страхові резерви. Самі зобов'язання страховиків визначаються у фактичному розмірі: виплата фіксованої суми у випадку смерті, виплати у випадку дожиття до закінчення строку дії договору страхування, ануїтетні виплати. Тому такі зобов'язання найпростіше покривати шляхом розміщення страхових резервів у довгострокові облигації. Ризики інвестування виникають не в результаті невірних об'єктів вкладення, а через неточне визначення рівня смертності/дожиття по договорам страхування та зміну відсоткових ставок.

Важливим є і забезпечення короткострокової ліквідності страхових компаній на випадок дострокового припинення дії страхових договорів та виплат за договорами, строк дії яких закінчується. Тому перевага віддається інструментам грошового ринку.

Страхові компанії, які займають загальноризиковими видами страхування, можуть здійснювати інвестування страхових резервів лише після отримання страхових премій. Вони в більшості випадків виступають достатньо консервативними інвесторами і віддають перевагу облигаціям з різними строками погашення.

Стратегія пенсійних фондів суттєво відрізняється від інших інституційних інвесторів. Критичним моментом при цьому є те, що інвестиційний портфель і, відповідно, співвідношення дохідність/ризик активів визначаються пропорцією між розміром пенсії та кінцевим розміром доходів фізичної особи, які є важливими при пенсійних виплатах. Зв'язок між зобов'язаннями пенсійних фондів і доходами робітників визначає відмінності НПФ від страхових компаній, адже в результаті поступового підвищення номінальних розмірів доходів фізичних осіб збільшуються і розміри зобов'язань фонду. Тому зобов'язання пенсійних фондів, як правило фіксуються у реальному виразі, а не в номінальних грошових одиницях. Саме тому і стратегічні напрями інвестування зосереджуються на активах, які дають можливість захистити вкладення від інфляції, а отже, НПФ віддають перевагу акціям і нерухомості.

Додатковим фактором, який впливає на формування інвестиційного портфелю індивідуального НПФ є його зрілість, а саме, відношення тих учасників фонду, які вийшли на пенсію до тих, хто ще працює і продовжує сплачувати внески. Ті НПФ, в яких цей показник є невеликим, можуть здійснювати інвестиції на значно довший термін, ніж ті, які переважно проводять тільки пенсійні виплати. Тому перші можуть сконцентрувати свої інвестиційні вкладення на акціях, а другі повинні віддавати перевагу або комбінації акцій і облигацій (якщо певна частина членів НПФ ще сплачують внески), або виключно облигаціям (якщо НПФ здійснює виключно виплати своїм учасникам).

Окрім цього, слід враховувати, який саме укладено пенсійний контракт: такий що передбачає фіксовані виплати, тобто учаснику гарантується фіксована виплата в абсолютному вимірі або як відсоток від заробітної плати (defined benefit pension plan), чи такий, що передбачає фіксовані розміри внесків від учасника, а сума виплат буде залежати від фактично перерахованої суми і доходів, отриманих від інвестування коштів (defined contribution pension plan).

Основна особливість банків полягає в тому, що вони працюють переважно із залученими і запозиченими коштами. Строки зобов'язань, як правило, або чітко фіксовані або невизначені, що дає можливість з одного боку визначити часовий горизонт інвестицій, з іншого боку мати уявлення про розмір коштів, який необхідно тримати у ліквідній формі. Сама інвестиційна діяльність розглядається не як основна, а як один з напрямів диверсифікації активних операцій. Тому глобальна мета інвестиційної політики банку полягає у максимізації прибутків від активів, які інвестуються. Але при цьому можна виділити кілька проміжних цільових орієнтирів, які реалізуються банками. Це отримання ста-

більних доходів протягом визначеного періоду часу, використання податкових пільг, пов'язаних із виплатою доходів по окремих видах цінних паперів, мінімізація ризиків, страхування інвестицій. Таким чином, інвестиційна політика повинна базуватись на принципах збереження інвестованих коштів, диверсифікації напрямів інвестування і забезпечення необхідного рівня ліквідності. Комбінація цих факторів і буде визначати напрями інвестування грошових коштів. Тому інвестиційна політика кожного банку буде носити свій унікальний характер.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Таким чином, можна констатувати, що кожен тип інституційних інвесторів має свої специфічні підходи при формуванні стратегії інвестування, які визначають структуру їх інвестиційних портфелів. Виходячи з основних критеріїв портфельного інвестування (прибутковість, ставлення до ризику, ліквідність, часовий горизонт), у таблиці 1 підсумовані ключові аспекти, які необхідно брати до уваги при формулюванні стратегії інституційного інвестора.

Крім цього, слід враховувати, що загальний процес формування інвестиційного портфелю складається з рішень двох типів: вибір пропорцій між різними типами активів і відбір індивідуальних активів з кожного типу. При цьому спочатку визначаються загальні параметри портфелю, робиться вибір на користь конкретних секторів економіки, у кожному з яких обирається один або кілька типів економічних суб'єктів, інвестування в які доречні. Тільки після такого відбору можна вибирати конкретні емітенти. Подібна організація процесу відбору дозволяє відразу відкинути ті напрями, які не матимуть у найближчому майбутньому перспектив зростання, не витрачаючи час на пошук одиничних об'єктів, які хоч і можуть показати прийнятні результати, але вимагають постійної уваги. Інвестиції в ті сфери, які будуть показувати в перспективі зростання, дозволяють сподіватися, що навіть при не дуже вдалому відборі конкретного емітента, показники його діяльності будуть зростати (так само, як і вартість його активів) завдяки висхідному тренду, притаманному всій галузі.

Література:

1. Bodie, Z. Essentials of Investments [Text] / Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus. 3rd ed. Irwin/McGrawHill, 1999. — 612 p.
2. Chay J.B. Managerial performance and the cross-sectional pricing of closed-end funds [Text] / J.B. Chay, C. Trzcinka // Journal of Financial Economics. — 1999. — Vol. 52 (3). — P. 379—408.
3. Trzcinka C. The conflicting views and management practices of institutional equity investing [Text] / C. Trzcinka // Financial Markets, Institutions & Instruments. — 1998. — Volume 7. — Issue 5. — P. 20—53.
4. Топсахалова Ф. М-Г. Инвестиции [Текст] / Ф.М-Г. Топсахалова. — М.: Издательство "Академия Естествознания", 2010. — 173 с.

References:

1. Bodie, Z. Kane, A. and Marcus, A.J. (1999), Essentials of Investments, 3rd ed., Irwin/McGrawHill, New York, USA.
 2. Chay, J.B. and Trzcinka, C. (1999), "Managerial performance and the cross-sectional pricing of closed-end funds", Journal of Financial Economics, vol. 52 (3), pp. 379—408.
 3. Trzcinka, C. (1998), "The conflicting views and management practices of institutional equity investing", Financial Markets, Institutions & Instruments, vol. 7, iss 5, pp. 20—53.
 4. Topsakhalova, F. M-G. (2010), Investizii [Investment], Akademiya Estestvoznaniya, Moscow, Russia.
- Стаття надійшла до редакції 19.06.2014 р.*