

2. Головач А. В. Фінансова статистика (з основами теорії статистики): Підручник / А. В. Головач, В. Б. Захожай, Н. А. Головач, А. А. Шустіков. — К.: МАУП, 2005. — 496 с.

3. Крисоватий А. А., Десятнюк О. М. Податкова система: Навчальний посібник. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — 331 с.

4. Лондар С. Л. Фінанси : навчальний посібник для ВНЗ / С. Л. Лондар, О. В. Тимошенко. — Вінниця : Нова Книга, 2009. — 384 с.

5. Методологічні положення зі статистики — [www.ukrstat.gov.ua/metod\\_polog/titul.html](http://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/titul.html)

6. Милявська Е. П. Податкова система: навчальний посібник [для студентів вищих навчальних закладів]/ Е. П. Милявська, О. М. Сердюк. — К.: Видавничий дім «Слово», 2005. — 336 с.

7. Шустіков А. А. Фінансова статистика: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2002. — 290 с.

8. Юрій С. І. Фінанси: підручник / [С. І. Юрій, В. М. Федосов, Л. М. Алексеєнко та ін.]; за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова. — К.: Знання, 2008. — 611 с.

Стаття надійшла до редакції 01.09.2011

УДК: 339.727.22:336.743

**Д. В. Малащук,**

канд. екон. наук, доцент,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

## **МІЖНАРОДНА ДИВЕРСИФІКОВАНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ ЯК ПЕРЕДУМОВА ВИНИКНЕННЯ ОВЕРЛЕЯ ВАЛЮТИ**

АНОТАЦІЯ. Розглянуто передумови виникнення оверлея валюти й специфіка застосування в ньому тих або інших фінансових інструментів.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: оверлей валюти, інвестиційний оверлей, фінансові інструменти, інвестиції, інвестиційний портфель.

АННОТАЦИЯ. В статье рассматриваются предпосылки возникновения оверлея валюты и специфика применения в нем тех или других финансовых инструментов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: оверлей валюты, инвестиционный оверлей, финансовые инструменты, инвестиции, инвестиционный портфель.

ANNOTATION. In the article pre-conditions of origin of overleaya currency and specific of application are examined in him those or other financial instruments.

KEYWORDS: overlay of currency, investment overlay, financial instruments, investments, investment portfolio.

**Постановка проблеми.** Однієї із сучасних тенденцій розвитку фінансових інвестицій є збільшення спектра й географії фінансових ринків, на яких здійснюється інвестування. Основна причина цієї тенденції полягає в прагненні до росту диверсифікованості інвестиційного портфеля з метою одержання конкурентної й стабільної норми прибутку.

Інвестування на зовнішніх ринках пов'язано не тільки із проблемою забезпечення прибутковості й зниження ризику інвестицій у традиційні активи, але й, у свою чергу, породжує проблему ризику й прибутковості їхнього валютної складової. Остання виникає внаслідок того, що зовнішні активи номіновані в іноземній валюті, динаміка обмінного курсу якої стосовно валюти інвестора й визначає такі категорії, як валютний ризик і валютна прибутковість.

Із цієї причини методичне забезпечення управління валютною складовою зовнішніх інвестицій повинно будуватися з урахуванням певних особливостей. Усе це привело до створення нового напрямку інвестиційного менеджменту — валютного оверлею.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Механізм інвестиційного процесу і його етапи досліджували Г. Дж. Олександр, Д. В. Брейлі, Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк, Ф. Дж. Фабощі, У. Ф. Шарп.

Принципам формування інвестиційного портфеля присвячені роботи Ф. Блека, Р. Вінса, Г. Марковича, С. А. Росса, Дж. Тобіна, У. Ф. Шарпа. Окремі аспекти інвестування на фінансових ринках розглядаються в монографіях і статтях Л. Н. Красавіної, В. В. Круглова, І. Т. Балабанова, І. А. Бланка, Д. Лукаса, Дж. Швагера Дж. Сороса.

**Невирішені раніше частини загальної проблеми.** Разом з тим, проблемам валютного оверлея присвячені всього три комплексні роботи Дж. Джеймса, Н. Рекорду та Х. Хіна. Цікавий той факт, що й саме поняття «оверлей» є досить новим для «прогресивного» західного менеджменту й повністю відсутній у роботах з інвестицій і ризик-менеджменту. Незважаючи на велику кількість робіт із загальних питань інвестиційного менеджменту і його методичному забезпеченню, дотепер не існує комплексної роботи, присвяченої безпосередньо організації й фінансовим інструментам інвестиційно-оверлейної діяльності на валютному ринку. Це, у свою чергу, вимагає всебічного розгляду передумов виникнення оверлея валюти й специфіки застосування в ньому тих або інших фінансових інструментів.

**Метою статті** є розробка теоретичних і методичних основ організації інвестиційно-оверлейної діяльності фінансових інститутів на валютному ринку.

**Виклад основного матеріалу.** Приблизно із середини 1980-х років сфера управління валютними складовими зовнішніх інвестиційних портфельів починає відділятися від управління самим портфелем активів. У 1985 році ряд пенсійних фондів Великобританії розміщують перші мандати по управлінню валютними складовими своїх міжнародних портфельів [9]. Саме із цього часу починає формуватися новий напрямок в інвестиційному менеджменті — валютний оверлей. Спочатку під валютним оверлеєм розуміли стратегію управління валютної складової зовнішніх активів, що дозволяє знизити ризик портфеля без зниження його прибутковості. В 1990-х роках поняття оверлея валюти було розширено й тепер воно охоплює стратегії, які також орієнтовані на зростання прибутковості зовнішніх портфельів за рахунок валютної складової, а не тільки на скорочення його ризику.

Саме поняття валютного оверлея є досить новим в інвестиційному менеджменті, але воно знаходить своє відображення в ряді нормативних документів. Одним з перших у своїх стандартах його стала використовувати Асоціація інвестиційного менеджменту й досліджень (AIMR), що присуджує кваліфікацію Дипломованого фінансового аналітика (CFA). В 1988 році індустрією оверлейного менеджменту були отримані перші мандати в США. Сектор зростав досить швидко, у значній мірі на мандатах великих американських державних і приватних фондів. Цей процес почав поширюватися на континентальну Європу, Австралію й Схід у середині 1990-х рр.

Перспективи розвитку валютного оверлея визначаються, у першу чергу, розвитком зовнішнього інвестування. На наш погляд, динаміка провідних фондових ринків, починаючи з 2000 року, емпірично сприяла прискореному просуванню зовнішньої диверсифікованості. Крім того, не можна не відзначити й останні тенденції в теорії портфельного менеджменту — заміна конкретних цінних паперів у портфелі індексами ринку або галузей і формування портфеля виходячи з динаміки кількох індексів, а не конкретних цінних паперів. Таке «розчинення» індивідуальних особливостей цінних паперів у їхній загальній сукупності, на наш погляд, буде зростати. У свою чергу, це означає й зростання ролі оверлейної діяльності в управлінні портфелями зовнішніх цінних паперів [1].

Поняття оверлея по своїй суті, на перший погляд, здається близьким такому поняттю, як хеджування.

У контексті зовнішнього інвестування хеджування еволюціонувало в поняття оверлея. У загальному значенні під поняттям «оверлей» у природничих науках розуміють «операцію накладення один на одного двох або більше прошарків, у результаті якої утвориться один похідний прошарок, що містить композицію просторових об'єктів вихідних прошарків, топологію цієї композиції є атрибути, арифметично або логічно похідні від значень атрибутів вихідних об'єктів» [2].

Аналіз досить незначних закордонних джерел [8—10], що стосуються проблематики валютного оверлея, показав непогожденість у трактуванні наповнення даного терміна стосовно валютного ринку. Проте, виділяється кілька підходів:

— валютний оверлей розглядається з позицій управління валютної складової зовнішніх інвестицій на основі незалежності валютної складової від базової інвестиції [9];

— валютний оверлей розглядається з позицій управління валютної складової зовнішніх інвестицій на основі взаємозв'язку та взаємозалежності рішень по базовій інвестиції і її валютної складової [8, 10].

У першому випадку оверлей ототожнюється із традиційним хеджуванням, метою якого є усунення валютного ризику шляхом відкриття балануючої валютної позиції на спотовому або терміновому ринках. При такому підході диверсифікований ефект, що може робити валютна складова на зовнішні інвестиції, ігнорується.

У другому випадку управління валютною складовою будується на основі взаємодії ризику й прибутковості базової інвестиції з ризиком і прибутковістю її валютної складової, тобто, відбувається їхнє об'єднання в сукупний інвестиційний портфель. При такому підході механізм розрахунку коефіцієнта хеджування спирається на диверсифікований ефект від включення валютної складової в інвестиційний портфель.

Незалежність в управлінні двома складовими зовнішніх інвестицій виходить із припущення про наявність нульової кореляції зовнішньої інвестиції й валютної складової. У цьому випадку інвестиційному менеджері простіше передати виникаючу валютну позицію в управління менеджері по оверлею, визначивши політики оверлея. Саме такий підхід широко пропагується більшістю оверлейних менеджерів, які, фактично, отримують мандат на управління валютною позицією за відповідну винагороду. Не

заперечуючи труднощі в управлінні валютним аспектом навіть при його незалежності від базової інвестиції, відзначимо наявність прямої зацікавленості з боку оверлейної індустрії в першому підході до трактування поняття «валютний оверлей». Допускаючи, що представники даної індустрії праві, ми, проте, підходимо до розгляду валютного оверлея з інших позицій [3, 4].

На нашу думку, інвестор при розрахунку прийнятого на себе валютного ризику й валютної прибутковості внаслідок інвестування в зовнішні цінні папери повинен, по можливості, прагнути до того, щоб сукупний портфель — «інвестиції в зовнішні цінні папери плюс валютна складова», якісно відрізнявся від портфеля «зовнішні цінні папери з повністю хеджованою валютною позицією».

Нам представляється доцільним опис даних якісних відмінностей через порівняння сукупного портфеля й портфеля зовнішніх цінних паперів з повністю хеджованою валютною позицією по таких категоріях, як прибутковість і ризик:

1) сукупний портфель при колишньому рівні прибутковості має мінімально можливий ризик;

2) сукупний портфель має більшу прибутковість і менш ризикованість;

3) сукупний портфель має більшу прибутковість при колишньому рівні ризику;

4) сукупний портфель має більшу прибутковість і більший ризик, при цьому збільшення ризику на одиницю прибутковості відповідає толерантності ризику інвестора.

У термінах сучасної портфельної теорії дані положення можуть бути представлені в такий спосіб. По-перше, інвестор формує портфель із зовнішніх цінних паперів, причому даний портфель розташовується на ефективній границі безлічі портфелів.

По-друге, інвестор провадить оцінку ризику й прибутковості по валютній позиції, що виникає в результаті володіння портфелем зовнішніх цінних паперів. Первісний обсяг даної валютної позиції визначається номінальною вартістю активів, з яких сформований зовнішній портфель. Фактично інвестор повинен визначити, у якому обсязі дана валютна позиція повинна бути відкрита. Для рішення цього завдання необхідно зробити розрахунок прибутковості й ризику портфеля валютних цінностей (зовнішні інвестиції плюс валютна складова) при різних обсягах валютної позиції. У підсумку буде визначена нова ефективна границя портфелів, тобто валютна складова розглядається як актив, що включається в портфель [6, 7].

Якщо додавання валютної складової до портфеля зовнішніх цінних паперів дозволяє сформувати нову ефективну границю сукупних портфелів, причому портфелі є більше ефективними за критеріями прибутковості й ризику, то інвесторові однозначно варто включати валютну складову у свій інвестиційний портфель. При цьому, як було відзначено нами вище, принципово існують чотири напрямки позитивної зміни портфеля в координатах прибутковості/ризик.

Якщо додавання валютної позиції до портфеля зовнішніх цінних паперів не приводить до формування нової ефективної границі портфелів (переважаючої ефективну границю портфелів зовнішніх цінних паперів), то подальші дії інвестора можуть розвиватися за двома напрямками:

1. Валютна позиція, що виникає в результаті володіння портфелем зовнішніх цінних паперів, повністю нейтралізується, тому що всі наступні зміни у вартості портфеля зовнішніх цінних паперів автоматично приводять до зміни валютної позиції, то інвесторові варто провадити періодичне балансування валютної позиції.

2. Змінюється знак валютної позиції шляхом закриття позиції, ініційованої, портфелем зовнішніх цінних паперів, і відкривається нова валютна позиція, але вже в протилежному напрямку. Як було відзначено нами раніше, для придбання зовнішніх цінних паперів інвесторові необхідно спочатку продати національну валюту за іноземну. У результаті виникає коротка (на продаж) по базисній (національній) валюті позиція й саме вона на початку операції розглядається як свого роду актив, що включається в портфель. Однак напрямок даної валютної позиції може бути змінено, для цього необхідно зробити операцію по покупці національної валюти в обсязі, що перевищує її первісний обсяг. У такому виді дана валютна позиція, розглянута в сукупності з портфелем зовнішніх цінних паперів, уже може привести до якісних змін сукупного інвестиційного портфеля.

На нашу думку, вибір тих або тих впливів на валютну складову зовнішніх інвестицій визначається безліччю факторів: характером діяльності фінансового інституту, його генеральними стратегічними цілями та нормативно-правовим оточенням, природою зобов'язань інституту, визначеністю в строках і величині пасивів і активів, стратегією інвестування на зовнішніх ринках цінних паперів і т.і.

Вважаємо, що вибір інвестором конкретного розташування сукупного інвестиційного портфеля в даних координатах і фор-

мує стратегічну мету оверлейної діяльності. Таким чином, на нашу думку, під валютним оверлеєм варто розуміти процес керованого впливу на валютну складову зовнішніх інвестицій.

При розгляді варіантів і механізму взаємодії зовнішніх інвестицій і їхнього валютної складової, нам представляється доцільним виділення, двох видів валютного оверлея: незалежного й портфельного. У рамках незалежного валютного оверлея інвестор приймає рішення на основі незалежності валютної складової від базової інвестиції. Тобто, портфель зовнішніх цінних паперів і валютний портфель розглядаються окремо без обліку диверсифікованого ефекту від їхнього об'єднання. На противагу даному підходу, інвестор, що використовує портфельний валютний оверлей, розглядає зовнішні цінні папери й іноземну валюту як один інвестиційний портфель. На нашу думку, можливість і ефективність досягнення поставленої мети за допомогою того або іншого виду й визначає вибір на користь незалежного або портфельного оверлея.

Валютна складова є сполучною ланкою в процесі формування із внутрішніх і зовнішніх фінансових активів добре диверсифікованого інвестиційного портфеля. При цьому фінансові інструменти валютного ринку виявляються прямо залученими в інвестиційну діяльність. З урахуванням того, що характер керованих впливів на валютну позицію визначається, багато в чому, принципами інвестування на внутрішньому й зовнішньому фінансовому ринках, можна уявити, що оверлейна діяльність є частиною інвестиційної діяльності. Такий взаємозв'язок з безпосереднім інвестуванням дозволяє нам говорити не просто про оверлей, а про інвестиційний оверлей. Це, на наш погляд, сприяє повнішому відбиттю ролі й місця валютного оверлея в інвестиційному процесі та дозволяє точно визначити мету, кошти, результат і сам процес інвестиційно-оверлейної діяльності.

**Висновки.** Підводячи підсумки, відзначимо, що прагнення до диверсифікованості інвестиційних портфелів шляхом виходу інвесторів на зовнішні фінансові ринки сприяло розвитку інвестиційно-оверлейної діяльності на валютному ринку. Негативна динаміка ряду провідних фондових ринків і досягнення сучасної портфельної теорії безпосередньо вплинули на ріст зовнішньої диверсифікованості інвестицій. Це, у свою чергу, підняло проблему не тільки забезпечення прибутковості зовнішніх інвестицій і зниження їхнього ризику, але й породило проблему ризику й прибутковості їхньої валютної складової.

Включення до інвестиційного портфелю валютної складової дозволяє, у ряді випадків, сформуванати нову ефективну позицію, причому портфелі, що розташовуються на ній, перевершують портфелі зовнішніх цінних паперів по таких параметрах, як прибутковість і ризик. Якщо такої переваги не спостерігається, то інвестор може змінити напрямок валютної позиції і її обсяг таким чином, щоб нова ефективна границя портфелів перевершувала попередню. Якщо такий набір портфелів знайдений, то у фінансового інституту є чотири позитивних альтернативи в координатах прибутковість/ризик. Дані альтернативи відрізняються тим або іншим співвідношенням прибутковості й ризику інвестиційного портфеля.

Процес інвестиційно-оверлейної діяльності починається з формування стратегічної мети даної діяльності. Визначення набору стратегічних цілей і вибір конкретної мети залежать, багато в чому, від екзогенних факторів: загальною стратегією фінансового інституту, нормативно-правового оточення, толерантності ризику, принципів інвестування на внутрішньому й зовнішньому фінансовому ринках, природи активів і пасивів фінансового інституту. Все це, у сукупності з ендogenous факторами, привносить певну специфіку у формування інвестиційно-оверлейної стратегії фінансових інститутів на валютному ринку.

### **Література**

1. *Валовая Т. Д.* Валютный курс и его колебания / Т. Д. Валовая. — М.: Финстатин-форм, 2005. — 465 с.
2. Глоссарий.Ру ([www.glossary.ru](http://www.glossary.ru)). Словари по естественным наукам.
3. *Гончаренко Л. П.* Инвестиционный менеджмент / Л. П. Гончаренко. — М.: КноРус, 2005. — 296 с.
4. *Иванов Г. И.* Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования / Г. И. Иванов. — Ростов н/Д.: Феникс, 2002. — 352 с.
5. *Красавина Л. Н.* Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Л. Н. Красавиной. — М.: Финансы и статистика, 2000. — 608 с.
6. *Курбангалеева О. А.* Валютные операции / О. А. Курбангалеева. — М.: ООО «Вершина», 2005. — 244 с.
7. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями [Пер.с англ] / Ф. Фабоцци. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 932 с.
8. *James Jessica.* Currency Management: Overlay and Alpha Trading I Jessica James. — NY.: Sitigroup. Risk Books, 2003.



9. *Record Neil. Currency Overlay / Neil Record.* — NY.: John Wiley & Sons, 2003.

10. *Xin Hai. Currency Overlay: a practical Guide I Hai Xin.* — NY.: UBS. Risk Books, 2003.

Стаття надійшла до редакції 18.08.2011

УДК 332:339.7

**В. В. Токар,**  
ДВНЗ «Київський національний  
економічний університет імені Вадима Гетьмана»

## **АДАПТАЦІЯ МІЖНАРОДНОГО ДОСВІДУ РЕГУЛЮВАННЯ ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ У КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ БЕЗПЕКИ УКРАЇНИ**

**АНОТАЦІЯ.** У статті висвітлено сучасні підходи до трактування державного регулювання інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств і представлено авторські пропозиції щодо його удосконалення на основі ефективного міжнародного досвіду в контексті забезпечення економічної безпеки України.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** національна безпека, економічна безпека, державне регулювання, інноваційно-інвестиційна діяльність.

**АННОТАЦИЯ.** В статье освещены современные подходы к трактовке государственного регулирования инновационно-инвестиционной деятельности предприятий и представлены авторские предложения по его усовершенствованию на основе эффективного международного опыта в контексте обеспечения экономической безопасности Украины.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** национальная безопасность, экономическая безопасность, государственное регулирование, инновационно-инвестиционная деятельность.

**ANNOTATION:** The article highlights modern approaches to the state regulation of innovation and investment activity of enterprises and states the author's propositions of its improvement based on effective international experience in the context of Ukrainian national safety securing.

**KEY WORDS:** national safety, economic security, government regulation, innovation and investment activity.

**Постановка проблеми.** Сучасний етап розвитку світової економічної системи характеризується підвищенням ролі інновацій у широкому сенсі не лише як конкурентної переваги, а вже як еле-