

формирования и установления цен на фондовом рынке. Рассмотрены основные принципы ценообразования на первичном и вторичном рынке ценных бумаг. Осуществлен сравнительный анализ предположений основных неоклассических моделей ценообразования. В работе приведены фундаментальные положения новой универсальной теории ценообразования фондового рынка, основанной на стохастическом дисконтированном факторе. Эта модель позволяет избежать предположений, которые присущи другим теориям, в частности относительно полноты рынка, существования репрезентативного инвестора, нормального распределения доходностей, квадратичной функции полезности, рыночного равновесия и полного удовлетворения потребностей инвесторов.

Делается вывод, что модели ценообразования отличаются в основном своими предположениями и использование конкретной модели зависит от целей исследования.

Ключевые слова: ценообразование, теория статических цен, теория портфелей, модель капитального ценообразования, теория арбитража, модель стохастического дисконтированного фактора.

Storonyanska Iryna, Lypych Myroslava. Modern Financial Asset Pricing Theories. In the article it was considered the meaning of the prices and the asset pricing. The author proposes the definition of the stock market price as the monetary expression of the stock value and the asset pricing as the process of price formation in the stock market. It was made the comparative analysis of the basic assumptions of the neoclassical asset pricing models.

The paper presents the new theory of stock market asset pricing, which is based on a stochastic discounted factor. This model avoids such assumptions as the completeness of the market, the existence of the representative investor, the normal distribution of the returns, a quadratic utility function, a market equilibrium and fulfills of the all investor needs.

The author concludes that pricing models are distinguished mainly by their assumptions and the use of a specific model depends on the purpose of the study.

Key words: asset pricing, static pricing theory, portfolio theory, the capital pricing model, the arbitrage theory, a stochastic discount factor approach to asset pricing.

УДК 351.84

Ігор Грудзевич – кандидат економічних наук, доцент,
завідувач кафедри фінансів і кредиту,
Східноєвропейський національний університет
імені Лесі Українки

Проблеми й перспективи інвестування пенсійних активів у банківські метали

Проаналізовано стан інвестування пенсійних активів у золото та інші банківські метали. Здійснено огляд ринку банківських металів, його суб'єктів й об'єктів. Досліджено їхні основні фінансові параметри в динаміці. Проаналізовано інвестиційний потенціал пенсійних активів і фінансові інструменти його реалізації. Визначено переваги інвестування пенсійних коштів у банківські метали при реформуванні пенсійної системи України.

Ключові слова: пенсійна реформа, інвестиції, банківські метали, пенсійні активи, фінансові інструменти, недержавний пенсійний фонд, інвестиційний потенціал.

Постановка наукової проблеми та її значення. При проведенні пенсійної реформи в Україні, зокрема після запровадження її другого рівня – обов'язкового пенсійного накопичення, пенсійна система володітиме значними вільними активами, що утворяться з регулярних страхових внесків. Постає питання їх інвестування задля збереження купівельної спроможності пенсійних накопичень на тривалому відтинку часу. Зазначені активи поступатимуть на фінансовий ринок, який на сьогодні недосконалий і не володіє фінансовими інструментами, які зможуть їх ефективно освоїти. Набір фінансових інструментів освоєння пенсійних активів та їх частки в загальних пенсійних активах чітко визначаються законодавством України. Законодавчо закріплено, що до 10 % вартості активів пенсійних фондів може бути вкладено в банківські метали. Питання інвестицій у банківські метали вивчене недостатньо, а сам ринок банківських металів перебуває в початковому стані й вимагає вивчення як особливостей та закономірностей функціонування, так і фінансових інструментів реалізації інвестицій.

Аналіз досліджень цієї проблеми. Дослідження ринку банківських металів та операцій на ньому здійснено в низці публікацій у наукових виданнях вітчизняних і зарубіжних учених (С. Реверчука, Е. Бахтарі, Л. Чиж, С. Яременко, Г. Юрчук, Ю. Блащук, І. Перелі, А. Вільямсон, М. Стоукс, Р. Скотт).

Однак і досі особливості функціонування ринку банківських металів залишаються недостатньо вивченими. Потребує дослідження й питання інвестицій у банківські метали взагалі та інвестицій пенсійних активів як альтернативи іншим фінансовим інструментам. Особливо актуальне це питання при впровадженні в життя пенсійної реформи в частині обов'язкового пенсійного страхування, що спричинить значне зростання інвестиційних можливостей пенсійних фондів.

Мета й завдання статті. Мета роботи – здійснити аналіз діяльності ринку банківських металів і вивчити можливість інвестицій у банківські метали пенсійних коштів недержавних пенсійних фондів із добровільного недержавного пенсійного забезпечення та визначити роль таких інвестицій у реформованій пенсійній системі України.

Виклад основного матеріалу й обґрунтування отриманих результатів дослідження. Пенсійна реформа, задекларована попередніми урядами України, унаслідок причин економічного та політичного характеру відкладається на невизначений час. Пенсійна система України на сьогодні функціонує на двох рівнях: на рівні солідарної системи та на рівні добровільного недержавного пенсійного забезпечення. Уведення другого рівня обов'язкового пенсійного страхування наштовхнулося на певні труднощі фінансового характеру ще в політично стабільних 2012–2013 рр. Як свідчить світова практика, для проведення пенсійних реформ у частині впровадження обов'язкового пенсійного накопичення необхідна наявність щонайменше двох основних умов: розвинутої економіки й розвинутого фінансового ринку. Перша забезпечує постійний приріст пенсійних активів, а друга – їх ефективне інвестування задля отримання прибутку, достатнього для збереження їхньої купівельної спроможності. У результаті дотримання цих основних умов пенсійна реформа може бути ефективною, а пенсійне забезпечення – надійним. У попередніх публікаціях нами проведено розрахунки обсягів можливої мобілізації фінансових ресурсів через упровадження пенсійної реформи. Наведемо їх із поправками на сучасний стан (табл. 1).

Таблиця 1

Очікуваний розмір пенсійних накопичень другого рівня пенсійного забезпечення

Рік	Ставка внеску, %	Кількість учасників, осіб, тис. чол	Середньомісячна заробітна плата, грн	Сума внесків за місяць, млрд грн	Сума внесків за рік, млрд грн
2015	2	7000	3600	0.504	6,04
2016	3	7000	396	0.831	9,98
2017	4	7000	4360	1.22	14,64
2018	5	7000	4800	1.68	20,16
2019	6	7000	5280	2.22	22,61
2020	7	7000	5860	28.71	34,45
УСЬОГО					107,88

Розрахунки в таблиці виконано з такими припущеннями: середня заробітна плата по країні підвищуватимуться на 10 % щорічно, починаючи з фактично досягнутого рівня – 3265 грн у 2013 р.; кількість працездатного населення на період проведення пенсійної реформи буде постійною (близько 7 млн осіб); нормативи відрахування застосовано згідно із Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» [1].

Отримані результати підтверджуються й розрахунками проекту USAID (FINREP – проект розвитку фінансового сектору), у яких ураховано зростання кількості учасників і розміру середньої заробітної плати. Відповідно до даних проекту середні пенсійні накопичення в Україні оцінюються у 25,5 млрд грн щорічно [2]. Такі обсяги інвестиційних ресурсів повинні мати для своєї реалізації набір напрямів інвестування та фінансових інструментів реалізації інвестицій пенсійних активів

До основних напрямів інвестування пенсійних активів на вітчизняному ринку законом визначено депозити в банках, облігації підприємств – резидентів України, цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, та облігації українських емітентів. Законом України «Про недержавне пенсійне забезпечення» серед інших фінансових інструментів передбачено можливість інвестування пенсійних накопичень у банківські метали. Максимальна частка таких інвестицій у загальній вартості активів фонду не повинна перевищувати 10 % [1]

Практика функціонування системи недержавного пенсійного забезпечення свідчить про потребу якісного вдосконалення порядку інвестування пенсійних активів, зокрема щодо:

- державних цінних паперів;
- іпотечних цінних паперів;
- можливості інвестування активів у цінні папери іноземних емітентів;
- можливості інвестування активів в золото та інші банківські метали.
- Ринок дорогоцінних металів України складається з таких взаємопов'язаних секторів:
- біржовий ринок фізичних дорогоцінних металів у стандартизованій формі та ринок страхових контрактів;
- міжбанківський ринок банківських металів;
- роздрібний ринок банківських металів;
- ринок ювелірних виробів (гуртовий і роздрібний).

Ринок страхових контрактів становить сполучну ланку між товарним ринком дорогоцінних металів та ринком банківських металів незалежно від їх походження.

Останніми роками низка українських банків уже набула певного досвіду проведення операцій на ринку банківських металів. Проте рівень розвитку фінансових інструментів цього сегменту фінансового ринку ще досить незначний. Розвиток вітчизняного ринку банківських металів стримують не тільки об'єктивні (недостатній соціально-економічний рівень добробуту потенціальних учасників ринку), а й суб'єктивні фактори: незначна практика використання банківських металів у ролі застави, отримання кредитів; недостатній рівень розвитку інфраструктури українського ринку банківських металів; низький рівень маркетингових досліджень діяльності банків на ринку банківських металів [3].

Організація торгівлі банківськими металами в Україні регламентована Законом України «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними» від 18 листопада 1997 р. № 637/97-ВР, а також Положенням про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку України, затвердженим постановою правління Національного банку України 24 лютого 1998 р. № 65.

До дорогоцінних металів належать золото, срібло, платина й метали платинової групи (паладій, іридій, родій, осмій, рутеній) у будь-якому вигляді та стані (сировина, сплави, напівфабрикати, промислові продукти, хімічні сполуки, вироби, відходи, брухт тощо).

Банківськими металами називають дорогоцінні метали (золото, срібло, платина, метали платинової групи), доведені до найвищих проб відповідно до світових стандартів у злитках і порошках, що мають сертифікат якості, а також монети, вироблені з дорогоцінних металів.

Банківські метали, які є об'єктом купівлі й продажу на валютному ринку України, існують у вигляді стандартних і міряних злитків та монет, вироблених із дорогоцінних металів [4].

У недержавних пенсійних фондах на сьогодні майже повністю відсутня практика інвестування пенсійних накопичень у золото та інші банківські метали. Так, за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, частка інвестицій у банківські метали у 2010–2013 рр. складала 3–6 %. Це, на нашу думку, пояснюється відносно невеликими обсягами пенсійних активів, що повністю поглинаються іншими фінансовими інструментами фондового ринку. Проте банківські метали як об'єкт інвестицій заслуговують на увагу з декількох причин. По-перше, вартість банківських металів постійно збільшується в темпах, вищих за інфляцію; по-друге, вони є надійним активом із традиційно високим народним рейтингом довіри; по-третє, це довгостроковий фінансовий інструмент, що найбільш повно відповідає потребам пенсійних накопичень; по-четверте, із появою на фінансовому ринку значних пенсійних інвестиційних ресурсів ринкові механізми змусять емітентів розробити й запропонувати інші якісні та надійні інвестиційні продукти, до яких належать банківські метали.

Про надійність інвестицій у банківські метали можна судити з динаміки їхніх цін.

Таблиця 2

**Динаміка цін на банківські метали в період 2011–2015 рр. станом на 1 січня
згідно з даними НБУ, грн/г**

Банківський метал	2011	2012	2013	2014	2015
Золото	364,41	470,44	459,58	370,41	967,14
Срібло	9,32	12,11	15,10	7,87	18,29

Платина	325,43	355,00	486,36	466,36	997,14
Паладій	97,50	109,00	210,00	235,00	970,00

Дані табл. 3 свідчать, що на невеликому відтинку часу (з 2011 до 2013 р.) ціни на всі банківські метали вели себе відповідно до стану економіки, тобто стабільно підвищувались. У 2014 р. простежено невелике зменшення, а на 1.01.2015 р. – стрімке зростання через падіння гривні та підвищення інфляції. Однак ціни на банківські метали за цей період зросли в 4,12 раза, а курс гривні відносно долара знизився в 1,92 раза (16.58 UAN/USD проти 8.63 UAN/USD).

Пенсійні активи, відзначено, носять довготерміновий характер, і внесення їх на «металеві» депозити в банківську систему сприяє формуванню довготермінових пасивів. Тому цікава поведінка цін на банківські метали саме протягом тривалого періоду часу. Прослідкуємо за динамікою цін на банківські метали з 2000 до 2015 р.

Таблиця 3

**Динаміка цін на банківські метали в період 2011–2015 рр. станом на 1 січня
згідно з даними НБУ, грн/г**

Банківський метал	2000	2005	2014
Золото	48,78	103,21	370,41
Срібло	0,89	2,09	7,87
Платина	73,45	181,35	466,36
Паладій	74,31	52,60	235,00

З аналізу табл. 3 можна зробити висновки, що для зберігання коштів ідеально підходять усі банківські метали. Вони не схильні до інфляції й ціна на них постійно зростає. Інвестиції в банківські метали — це спосіб зберегти гроші на тривалий час, адже проаналізований відрізок часу з 2000 до 2014 р. вони суттєво зросли в ціні. Тенденція до зростання постійно зберігатиметься й випереджатиме темпи інфляції. Можливо, це випередження не буде дуже стрімким, як в інших фінансових інструментах у певні короткі періоди, зате воно постійне й надійне. Крім того, постійний попит на золото, платину та паладій підтримуватиме й промисловий попит, який із розвитком високих технологій теж має стійку тенденцію до зростання.

На ринок банківських металів впливає економічна та фінансова нестабільність у регіональних і глобальних масштабах. І чим менший такий рівень стабільності в конкретній країні або регіоні, тим більша схильність до монетизації банківських металів серед економічних суб'єктів. Рівень монетизації банківських металів обернено пропорційно залежить від економічної й політичної стабільності країни чи регіону. Необхідність накопичення банківських металів стає очевидною для монетарної та політично-економічної влади [5].

На сьогодні ринок банківських металів пропонує два види операцій із банківськими металами: купівля-продаж металів у стандартних зливках і банківські депозити в дорогоцінних металах. Якщо придбати золотий злиток і розмістити його в банку, то прибутковість операції становитиме щонайбільше 5,5–11 % річних. Майже стільки ж банки платять за валютними вкладками. Прибуток від зберігання коштів у формі злитків залежить від цінового коливання на ринку. Він може бути вищий і нижчий за банківський відсоток за «золотими депозитами». Тому на запитання, як краще інвестувати кошти, єдиної думки не існує ні серед учених, ні серед банкірів-практиків.

Дедалі більшої популярності набуває інвестування в монети з дорогоцінних металів. Вітчизняні банки пропонують для інвестування іноземні монети. Вони бувають двох видів: монети, що не мають обмеженого тиражу, та монети, які мають обмежений тираж. Вартість першого їх виду формує кількість металу, що в них міститься, і наближається до ціни злитків аналогічної ваги. Ціну монет другого виду визначаються тираж і тематика [6]. Ціни на банківські метали в колекційних й інвестиційних монетах постійно зростають. Крім того, підвищується ще й нумізматична вартість таких монет, яка може суттєво перевищувати прибуток від подорожчання дорогоцінного металу.

Більшість інвестицій у банківські метали здійснюється не у фізичний метал, а в так зване папєрове золото (papergold). Під цим розуміють різні поточні та депозитні рахунки в золоті, а також

ф'ючерси та опціони на золото. У таких випадках, звичайно, інвестор несе кредитний ризик посередника, який обслуговує його на РБМ. Більше того, навіть при інвестиціях у фізичне золото, воно частіше залишається на зберіганні у сховищах великих банків.

Висновки та перспективи подальшого дослідження. У зв'язку зі зростанням обсягів пенсійних активів ринок активізує нові фінансові інструменти поряд із традиційними, серед яких уперше будуть банківські метали. Інвестиції в банківські метали або в інструменти покращують співвідношення ризик-дохідність для довгострокових портфелів пенсійних фондів. Банківські метали як вид активів не є чиймись зобов'язанням (боргові цінні папери) та не втілюють вимогу на активи компанії (акції). Золото й інші банківські метали традиційно залишаються найнадійнішим способом для зберігання та примноження коштів, у тому числі й пенсійних активів.

Джерела та література

1. Про недержавне пенсійне забезпечення : Закон України від 9.07.2003 № 1057-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/>
2. Аналіз пропонуваної обов'язкової накопичувальної системи // Проект розвитку фінансового сектору / USAID. – Лютий, 2011. – С. 4 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://pension.kiev.ua/files/pillar2paper_feb2011_ua.pdf.
3. Міжнародні фінанси : навч. посіб. / [І. І. Д'яконова, М. І. Макаренко, Ф. О. Журавка та ін.] ; за ред. М. І. Макаренка та І. І. Д'яконової. – К. : ЦУЛ, 2013.
4. Положенням про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку України, затвердженим постановою Правління Національного банку України 24 лютого 1998 р. № 65.
5. Диба М. І. Класифікація та функції банківських металів / М. І. Диба, В. В. Василенко // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – № 1. – 2012.
6. Гонгальський Д. Золота лихоманка: середоперацій з банківськими металами вкладення в золото стають найпривабливішими / Д. Гонгальський // Контракти. – 2004. – № 4. – С. 16–17.

Грудзевич Игорь. Проблемы и перспективы инвестирования пенсионных активов в банковские металлы. В статье исследуется одна из проблем внедрения пенсионной реформы в Украине на этапе реализации инвестиционных возможностей накопленных пенсионных взносов. Основной целью пенсионных инвестиций является обеспечение сохранности страховых отчислений в накопительные фонды.

В работе проанализированы существующий инвестиционный потенциал пенсионных активов и финансовые инструменты его реализации, которые предусматривает существующее законодательство. До 10 % от их суммы разрешается инвестировать посредством рынка банковских металлов.

В статье сделан расчет объема пенсионных накоплений, которые поступят на финансовый рынок после внедрения пенсионной реформы. Проведен анализ существующего состояния инвестирования пенсионных активов в золото и другие банковские металлы. Сделан обзор рынка банковских металлов, его субъектов и объектов. Исследованы их основные финансовые параметры в динамике. Определены преимущества инвестирования пенсионных средств в банковские металлы при реформировании пенсионной системы Украины.

Ключевые слова: пенсионная реформа, инвестиции, банковские металлы, пенсионные активы, финансовые инструменты, негосударственный пенсионный фонд, инвестиционный потенциал.

Hrudzevych Igor. Problems and Prospects of Investing Pension Assets in Bank Metals. The article is about the problem of implementation of the pension reform in Ukraine during realizing the investment opportunities of accumulated pension contributions. The main purpose of pension investment is to ensure the safety of insurance contributions to savings funds.

Existing investment potential of pension assets and financial instruments of its implementation, which are included by legislation, is analysed. Up to 10 % of their amount may be invested by the bank metals market.

The article is used to calculate the volume of pension savings, which will go to the financial market after the pension reform implementation. The analysis of the current state of investing pension assets in gold and other precious metals is performed. A review of the bank metals market, its subjects and objects is made. Their main financial parameters in the dynamics are studied. The advantages of investing pension funds in bank metals during reforming the pension system in Ukraine are determined.

Key words: pension reform, investments, bank metals, pension assets, financial instruments, non-state pension fund, investment potential.