

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

ЦИГАНЮК ДМИТРО ЛЕОНІДОВИЧ

УДК 336.763:330.322](045.5)

**УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Суми – 2011

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Державному вищому навчальному закладі «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Науковий керівник – доктор економічних наук, доцент
Леонов Сергій Вячеславович,
Державний вищий навчальний заклад
«Українська академія банківської справи
Національного банку України»,
завідувач кафедри фінансів

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Єрмошенко Микола Миколайович,
Національна академія управління,
м. Київ, проректор з наукової роботи;
кандидат економічних наук, доцент
Унинець-Ходаківська Валентина Павлівна,
Національний університет Державної податкової
служби України, м. Ірпінь,
завідувач кафедри фінансових ринків
та фінансових послуг

Захист дисертації відбудеться 22 квітня 2011 р. о 15.00 на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 у Державному вищому навчальному закладі «Українська академія банківської справи Національного банку України» за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Державного вищого навчального закладу «Українська академія банківської справи Національного банку України» за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий 21 березня 2011 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

І.М. Бурденко

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. Функціонування фінансового ринку України, яке відбувається за банкоцентричною моделлю, обумовлює появу диспропорцій в обсягах інвестиційного попиту, що спонукає небанківські фінансові установи до підвищення активності. Розвиток фондових інвестиційних механізмів, які, на відміну від банківських, є більш гнучкими, дасть змогу диверсифікувати пропозицію інвестиційного капіталу в Україні, вивести національну економіку на траєкторію стабільного економічного зростання, прискорити реалізацію довгострокових інноваційних пріоритетів. Найбільш конкурентоспроможними, динамічними та системно функціонуючими фінансовими посередниками, здатними мобілізувати достатні обсяги інвестиційних ресурсів, ефективно трансформувати заощадження населення в інвестиції, здійснювати венчурне інвестування, складати реальну конкуренцію банкам на фінансовому ринку України, є інститути спільного інвестування (ІСІ). Враховуючи той факт, що близько 70 % активів вітчизняних ІСІ складають цінні папери, особливої актуальності набуває вдосконалення технологій портфельного інвестування ІСІ. Відповідно, виникає об'єктивна потреба у розвитку науково-методичних засад та практичного інструментарію забезпечення структурно-компонентної відповідності системи управління портфелем цінних паперів (ПЦП) ІСІ вимогам турбулентності фінансово-інвестиційних відносин в економіці України.

Вагомий внесок у розвиток методології інвестиційної діяльності фінансових установ здійснено зарубіжними дослідниками: Дж. Літнером, А. Модільяні, Б. Розенбергом, С. Россом, Дж. Сінкі, Дж. Тобіном, а також українськими вченими: М.Д. Алексеєнком, О.Ф. Балацьким, І.О. Бланком, Т.А. Васильєвою, О.З. Ватаманюком, В.М. Гейцем, М.М. Єрмошенком, С.М. Козьменком, А.Я. Кузнєцовою, С.В. Леоновим, О.Г. Мендрулом, О.В. Михайловською, А.М. Поддєрьогіним, О.М. Теліженком, В.П. Унінець-Ходаківською, І.О. Школьник та ін. Фундаментальні засади управління ПЦП закладені у роботах таких видатних зарубіжних вчених, як: Г. Александер, А. Бейлі, О.М. Буренін, В.Н. Лівшиц, Г. Марковіц, Р. Мертон, М. Міллер, О.О. Недосєкін, П. Самуельсон, Ф. Фабоцці, У. Шарп, М. Шоулз, а також вітчизняних дослідників: Л.М. Алексеєнко, В.В. Корнєєва, Б.Л. Луціва, О.М. Мозгового, В.М. Опаріна, А.А. Пересади, С.Г. Шклярука та ін.

Проте, незважаючи на велику кількість наукових праць у зазначеній сфері, окремі питання інвестиційної діяльності фінансових посередників в Україні розглянуті фрагментарно. Зокрема, подальшого вдосконалення потребує механізм застосування системного підходу до управління ПЦП ІСІ, недостатньо дослідженими є технології визначення інвестиційної привабливості цінних паперів в умовах нерозвиненого фондового ринку, суттєвого доопрацювання вимагають механізми формування ресурсної бази ІСІ. Актуальність вирішення вищезазначених завдань, а також зростаюча необхідність розвитку вітчизняного фондового ринку обумовили вибір теми наукового дослідження, визначили його мету та завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Теоретичні положення та висновки дисертаційної роботи використано при виконанні

конкретних науково-дослідних робіт ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». Так, зокрема, в межах теми «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер держ. реєстрації 0102U006965) використано пропозиції автора щодо вибору пріоритетних галузей інвестування на основі врахування сек'юритизації капіталу підприємств галузі; «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер держ. реєстрації 0107U012112) – рекомендації щодо реформування органів державного регулювання фінансового ринку; «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер держ. реєстрації 0109U006782) – підхід до оцінки адекватності ресурсної бази ІСІ; «Розвиток страхового ринку в умовах сталого розвитку» (номер держ. реєстрації 0207U382401) – результати досліджень в напрямку вдосконалення організаційно-правових засад діяльності небанківських фінансових установ.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток науково-методичних підходів та розробка практичних рекомендацій щодо управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування з урахуванням специфіки фондового ринку України.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- узагальнити теоретичні основи здійснення операцій з цінними паперами та портфельного інвестування;
- дослідити місце ринку цінних паперів в структурі фінансового ринку;
- визначити перспективи розвитку фондового ринку та ІСІ в Україні;
- обґрунтувати концептуальні напрямки формування системи управління ПЦП ІСІ в Україні на основі узагальнення специфічних ознак граничних фондових ринків;
- розробити механізм врахування сек'юритизації капіталу підприємств галузі при формуванні галузевої стратегії управління активами ІСІ;
- розробити механізм оцінки та управління адекватністю ресурсної бази ІСІ;
- розвинути методичну базу стратегічного управління ризиками ІСІ за етапами життєвого циклу ПЦП;
- поглибити науково-методичні підходи до управління ліквідністю ПЦП ІСІ;
- запропонувати напрямки вдосконалення стратегії інфраструктурного та інституційного державного регулювання фондового ринку в Україні;
- розвинути науково-методичні підходи до формування політики транспарентності ринку спільного інвестування України.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, які виникають в процесі провадження діяльності зі спільного інвестування.

Предметом дослідження є науково-методичні та практичні засади управління портфелем цінних паперів ІСІ.

Методи дослідження. Методологічною основою здійсненого автором наукового дослідження є фундаментальні засади теорії фінансів, інвестицій, фінансового посередництва, сучасні концепції портфельного інвестиційного менеджменту та фінансового інвестування, а також наукові праці з питань розвитку фондового ринку. При здійсненні наукового дослідження, зважаючи

на поставлені завдання, автор використовував такі загальнонаукові методи: аналізу і синтезу, логічного узагальнення (при уточненні сутності досліджуваних економічних категорій), індукції та дедукції (при визначенні особливостей функціонування різних типів фондових ринків), статистичного аналізу та експертних оцінок (при розробці методичних та практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності управління ПЦП ІСІ), порівняльного та статистичного аналізу (для визначення впливу окремих економічних ризиків на діяльність ІСІ та при конкретизації практичних механізмів управління ПЦП ІСІ).

Інформаційну та фактологічну базу наукового дослідження склали закони України, Укази Президента України, нормативні акти Кабінету Міністрів України, офіційні дані Національного банку України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Державного комітету статистики України, Асоціації українських банків та Асоціації інвестиційного бізнесу, аналітична інформація Світового банку, Європейського центрального банку, Міжнародного валютного фонду та інших міжнародних фінансових організацій, публікації зарубіжних та вітчизняних спеціалістів у сфері фінансового інвестування.

Наукова новизна результатів дослідження полягає у поглибленні існуючих та обґрунтуванні нових науково-методичних та практичних положень щодо управління ресурсною базою, ліквідністю та портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування з урахуванням специфіки фондового ринку України.

Серед найбільш вагомих наукових результатів даного дисертаційного дослідження варто виділити наступні:

вперше:

- запропоновано механізм узгодження параметрів ресурсної бази ІСІ та його стратегічних орієнтирів на основі таргетування релевантних факторів відповідно до інвестиційної стратегії ІСІ, оцінки очікуваних інвесторами значень цих факторів, а також розрахунку коефіцієнта адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії. Розроблено механізм оцінки релевантних факторів, якими визначено термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ, очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ, максимально припустимий для інвестора рівень збитковості цінних паперів ІСІ, потенціал розширення ресурсної бази ІСІ; розраховано їх значення для стратегії «слідування за ринком»;

удосконалено:

- концептуальні засади формування системи управління ПЦП ІСІ шляхом поєднання процесного та функціонального підходів, що дозволяє врахувати вплив обмежень, обумовлених специфікою фондового ринку України, на вибір інвестиційної стратегії ІСІ та зміст функціональних підсистем (управління ресурсною базою, активами, ризиками, ліквідністю), а також забезпечує оптимізацію управлінських дій за ресурсами, часом і напрямками на кожному етапі життєвого циклу ПЦП ІСІ;
- науково-методичний підхід до управління ліквідністю ПЦП ІСІ на основі запропонованого алгоритму розрахунку показника поточної ефективності за-

криття інвестиційної позиції, який, на відміну від існуючих, враховує потенційний економічний ефект від конвертації цінного папера у гроші, поточну кон'юнктуру фондового ринку та втрачену вигоду, що забезпечує ІСІ дотримання балансу між швидкістю трансформації цінних паперів в готівку та розміром втрат їх вартості в процесі такої трансформації;

- науково-методичний підхід до визначення галузевих пріоритетів формування ПЦП ІСІ на основі коефіцієнтів сек'юритизації сукупного, власного та залученого капіталу підприємств галузі, що дало можливість оцінювати залежність інвестиційної привабливості підприємств галузі для ІСІ від рівня використання ними фондових інструментів при формуванні пасивів, а також дозволило розробити механізм її оцінки на основі трьохкомпонентного показника;

набули подальшого розвитку:

- засади державного інфраструктурного та інституційного регулювання фондового ринку України шляхом обґрунтування необхідності створення та механізму функціонування єдиного регулятора небанківських фінансових установ та Комісії з гарантування вкладів інвесторів ІСІ, що, у свою чергу, дозволило розробити пропозиції щодо впорядкування нормативно-правового забезпечення державного регулювання діяльності ІСІ в Україні;
- концептуальні засади формування політики транспарентності ринку спільного інвестування України: на макрорівні – як складової фінансової політики держави, що спрямована на покращення фінансової грамотності населення, підвищення його поінформованості про можливості задоволення потреб у заощадженні за допомогою ІСІ та підвищення довіри населення до фінансових установ в цілому та ІСІ зокрема; на мікрорівні – як складової маркетингової політики ІСІ, яка спрямована на підвищення рівня залучення домогосподарств України до користування послугами ІСІ;
- структурування ризиків портфельного інвестування, що дозволило оцінити рівень можливих втрат, обумовлених реалізацією релевантних видів ризиків (на макро- та мікрорівнях) на певних етапах життєвого циклу ПЦП ІСІ (організаційно-підготовчому, інвестиційно-підготовчому, інвестиційному та завершальному), визначити напрямки стратегічного управління ними.

Практичне значення одержаних результатів. Представлені у дисертаційному дослідженні теоретичні узагальнення та запропоновані методичні рекомендації формують підґрунтя для розширення практичних механізмів управління ПЦП ІСІ. Так, зокрема: 1) розроблений механізм оцінки сек'юритизації капіталу підприємств галузі доповнює підходи до визначення інвестиційної привабливості цінних паперів; 2) запропонований підхід до управління ліквідністю ПЦП може використовуватися як для зниження індивідуальних ризиків інвесторів, так і регуляторами фінансового ринку в контексті розробки додаткових нормативів фінансової стійкості фінансових інститутів; 3) розроблені підходи до управління адекватністю ресурсної бази можуть використовуватися відкритими та інтервальними ІСІ для підвищення їх стійкості до різких коливань кон'юнктури на ринку заощаджень тощо.

Рекомендації та висновки дисертанта щодо оцінки ліквідності акцій використовуються в діяльності Дилінгового центру Нью-Йоркської фондової біржі NYSE компанії «ТРЕЙД-ЮЕЙ» в Сумській області (довідка від 28.12.2010 № 352); щодо класифікації економічних ризиків ІСІ – Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка від 27.10.2010 № 1404); щодо врахування фактора часу при оцінці впливу окремих економічних ризиків на діяльність фінансових посередників – Сумського управління Української пожежно-страхової компанії (довідка від 29.09.2010 № 275-01); щодо побудови організаційно-управлінської моделі управління ПЦП ІСІ на основі врахування специфіки його життєвого циклу – ТОВ «КУА АПФ «Ініціатива» (довідка від 05.10.2010 № 9707); щодо оцінки активності підприємств окремої галузі на фондовому ринку – ПАТ АБ «Столичний» (довідка від 11.10.2010 № 216/05-01); щодо аналізу якості управління ПЦП ІСІ – ТОВ «Консалтингова компанія «Бі.ЕФ.Сі» (довідка від 14.09.2010 № 71/010).

Результати дослідження використовуються у навчальному процесі ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні дисциплін «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг», «Фінансове інвестування», «Інвестиційний аналіз» (акт від 15.11.2010).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є завершеною науковою працею. Наукові положення, які виносяться на захист, одержані автором самостійно. Результати, опубліковані здобувачем у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах особистого внеску дисертанта.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і результати виконаного наукового дослідження доповідалися і отримали схвальну оцінку на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: міжнародних науково-практичних конференціях «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (2006-2010 рр., м. Суми); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих учених та студентів «Стратегія економічного розвитку країн в умовах глобалізації» (2009 р., м. Дніпропетровськ); IV Міжнародній науково-практичній конференції «Реформування економіки України: стан та перспективи» (2009 р., м. Київ); П'ятій міжнародній науково-практичній конференції «Розвиток наукових досліджень' 2009» (2009 р., м. Полтава); V mezinarodni vedecko-prakticka conference «Vedecky prumysl evropskeho kontinentu» (2009 r., Praha); V Miedzynarodowej naukowii-praktycznej konferencji «Strategiczne pytania swiatowej nauki – 2009» (2009 r., Przemysl); Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна стратегія економічного розвитку регіону» (2010 р., м. Суми); Науково-практичній конференції «Інноваційно-інвестиційні проблеми розвитку економіки України» (2010 р., м. Київ).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дисертаційного дослідження опубліковано автором у 17 наукових працях загальним обсягом 4,39 друк. арк., з яких особисто автору належать 2,9 друк. арк., у тому числі розділ у колективній монографії, 6 статей у наукових спеціалізованих фахових виданнях та 10 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації складає 261 сторінка, у тому числі на 95 сторінках розміщено 50 таблиць, 38 рисунків, 5 додатків та список літератури з 201 найменування.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** розкрито актуальність теми дисертаційної роботи, визначено мету, завдання, об'єкт, предмет та методи дослідження, обґрунтовано наукову новизну та практичну цінність отриманих результатів тощо.

У першому розділі «**Теоретичні основи та сучасний стан розвитку операцій з цінними паперами інститутів спільного інвестування**» узагальнено теоретичні основи здійснення операцій з цінними паперами та портфельного інвестування; досліджено місце ринку цінних паперів в структурі фінансового ринку; узагальнено проблеми та визначено перспективи розвитку фондового ринку та ІСІ в Україні.

В результаті систематизації наукових поглядів на сутність цінних паперів автором зроблено висновок, що вона традиційно розглядається або з юридичної точки зору (як документ та об'єкт господарсько-правових відносин), або з економічної. Вказується, що спектр дослідження економічного змісту цінних паперів є доволі обмеженим (як альтернатива грошам, фіктивний капітал та інвестиційний товар). Визначення об'єктивних закономірностей та причинно-наслідкових зв'язків між економічним та соціальним змістом фінансового інвестування дозволило зробити акцент ще й на соціально-економічній сутності цінних паперів (як засобу заощадження, накопичення, збагачення населення), що дозволило уточнити їх функції.

Автором досліджено генезис теорії та практики операцій з цінними паперами, зокрема: 1) визначено їх еволюцію в залежності від розвитку форм власності, грошей та кредиту; 2) впорядковано класифікацію їх видів залежно від виду капіталу (прав), оборотності, матеріальної форми, стандартності та серійності, ліквідності, рівня державного регулювання, ризику, спеціалізації, типу активу, що лежить в основі цінного папера, можливості передачі іншій особі; 3) систематизовано структуру емісійних, торговельних та обслуговуючих операцій з цінними паперами; 4) узагальнено мету та функції суб'єктів цих операцій (емітентів, інвесторів, організаторів торгівлі тощо).

У роботі проаналізовано найбільш поширені підходи до розуміння сутності та функцій ринку цінних паперів, виокремлено його місце в межах фінансового ринку, здійснено його структуризацію за рядом критеріїв (етап життєвого циклу товару, ступінь організації торгівлі, вид активу, наявність посередників, тип емітентів цінних паперів, територіальний масштаб, переважаюча стратегія торговців, термін здійснення угод тощо).

Узагальнення хронології становлення вітчизняного фондового ринку, впорядкування його нормативно-правового забезпечення та аналіз поточних тенденцій розвитку виявили критичні диспропорції в його структурі, а саме

надзвичайно низьку питому вагу організованого ринку (в 2009 р. вона складала лише 3,37 %). Це обумовлює низький рівень адекватності ринкового курсоутворення на цінні папери, непрозорість руху фондового капіталу та домінування неринкових механізмів у регулюванні кон'юнктури цього ринку.

Дослідження системно-функціональних особливостей обігу ресурсів на фінансовому ринку України дозволило зробити висновок, що у перспективі найкраще забезпечити потребу вітчизняних домогосподарств у заощадженнях та скласти реальну конкуренцію банкам на певних сегментах фінансового ринку здатні саме ІСІ, до яких відповідно до вітчизняного законодавства належать пайові та корпоративні інвестиційні фонди (табл. 1).

Таблиця 1

**Окремі показники діяльності ІСІ України за 2006-2010 рр.
(на кінець періоду)**

Показник діяльності ІСІ	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	III кв. 2010 р.
Вартість активів, млрд. грн.	17,15	40,78	63,27	82,54	99,73
Кількість ІСІ, всього (пайових / корпоративних)	444/75	480/47	735/153	803/182	853/216
в тому числі:					
- відкритих ІСІ (пайових / корпоративних)	10/0	27/0	32/0	32/0	35/0
- закритих ІСІ (пайових / корпоративних)	32/42	34/88	26/107	34/130	38/145
- інтервальних ІСІ (пайових / корпоративних)	25/0	35/0	41/1	47/2	48/2
- венчурних ІСІ (пайових / корпоративних)	377/33	603/47	636/45	690/50	732/69
Обсяг емісії цінних паперів ІСІ, млрд. грн.	18,14	36,60	74,26	51,11	30,36
Відношення обсягу банківських депозитів до обсягу емісії цінних паперів ІСІ	10,25	7,76	4,84	6,55	13,09
Середня доходність невенчурних ІСІ, %	38,51	80,42	-9,97	94,33	23,32
Частка активів ІСІ в структурі активів небанківських фінансових посередників, %	34,74	49,85	54,70	61,92	66,51
Відношення вартості активів ІСІ до ВВП, %	3,15	5,66	6,67	9,04	32,84
Частка цінних паперів ІСІ в структурі емітованих цінних паперів, %	21,58	27,47	48,52	31,42	49,09
Частка операцій з цінними паперами ІСІ у структурі загального обсягу операцій з цінними паперами на організованому фондовому ринку, %	2,89	5,36	4,97	7,15	4,67

Порівняльний аналіз доходності різних інструментів заощадження населення України у 2010 р. показав, що саме цінні папери ІСІ є найбільш доходним активом. Так, середньозважена річна доходність ІСІ станом на III квартал 2010 р. склала 23,32 %, перевищивши доходність 9-місячних депозитів у гривні на 4,62 %, у дол. США – на 14,12 % і у євро – на 21,52 %. Автором визначено динаміку розвитку та специфіку діяльності всіх типів ІСІ в Україні, структурованих за термінами існування, фіксованістю ресурсної бази, формою власності, ризикованістю та обмеженістю інструментів інвестування.

У роботі досліджено специфіку формування ПЦП, класифікованих за цілями інвестора, ступенем ризику, ліквідністю, галузевою диверсифікацією,

регіональною приналежністю. Автором доведено суттєву обмеженість можливостей застосування класичних моделей портфельного інвестування в Україні. Обґрунтовано, що використання пасивної стратегії портфельного інвестування за умов високої частки позабіржового ринку цінних паперів призводить до прихованого зростання інвестиційних ризиків, що негативно відображається на ефективності діяльності зі спільного інвестування.

У другому розділі «**Розвиток методичної бази управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування на основі системного підходу**» визначено концептуальні засади формування системи управління ПЦП ІСІ в Україні на основі узагальнення специфічних ознак граничних ринків цінних паперів, розвинуто методичні засади управління ресурсною базою ІСІ та ліквідністю їх інвестиційного портфеля.

Автором обґрунтовано, що найбільший вплив на методи управління ПЦП ІСІ має тип ринку, на якому вони здійснюють свою діяльність (за загально-прийнятою класифікацією фондовий ринок України належить до підгрупи FM СЕЕС – граничні ринки країн східної та центральної Європи). У роботі сформовано перелік обмежень, обумовлених специфікою ринку FM СЕЕС, з урахуванням яких розвинено систему управління ПЦП ІСІ (рис. 1). Критичне узагальнення наукових здобутків щодо архітектури та взаємодії структурних елементів системи управління ПЦП ІСІ дозволило обґрунтувати необхідність поєднання процесного та функціонального підходів.

Визначальним фактором ефективної інвестиційної діяльності ІСІ автор вважає узгодженість параметрів його ресурсної бази та обраної інвестиційної стратегії, яка передбачає формалізацію цільових параметрів портфеля (пріоритетних галузей інвестування, рівня диверсифікації, співвідношення між різними типами цінних паперів, припустимих рівнів ризиків, можливих сценаріїв дій при зміні економічної ситуації в країні тощо). Адекватність ресурсної бази є індикатором чутливості ІСІ до впливу негативних екстерналій (наприклад, в 2008 р., коли падіння фондових індексів в Україні склало понад 70 %, вартість чистих активів закритих ІСІ знизилась лише на 6 %).

Коефіцієнт адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії (RBA) запропоновано розраховувати на основі співставлення значень факторів адекватності, які очікуються інвесторами при прийнятті рішення щодо придбання цінних паперів даного ІСІ, та значень цих факторів, що покладені в основу формування інвестиційної стратегії ІСІ як цільові орієнтири:

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

де RBA_j – коефіцієнт адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії за j -м фактором; v_j – питома вага j -го фактора, визначена експертним методом; x_{ij} – очікуване i -м інвестором значення j -го фактора; x_j^{IS} – цільове значення j -го релевантного фактора відповідно до обраної ІСІ інвестиційної стратегії; n – кількість інвесторів.

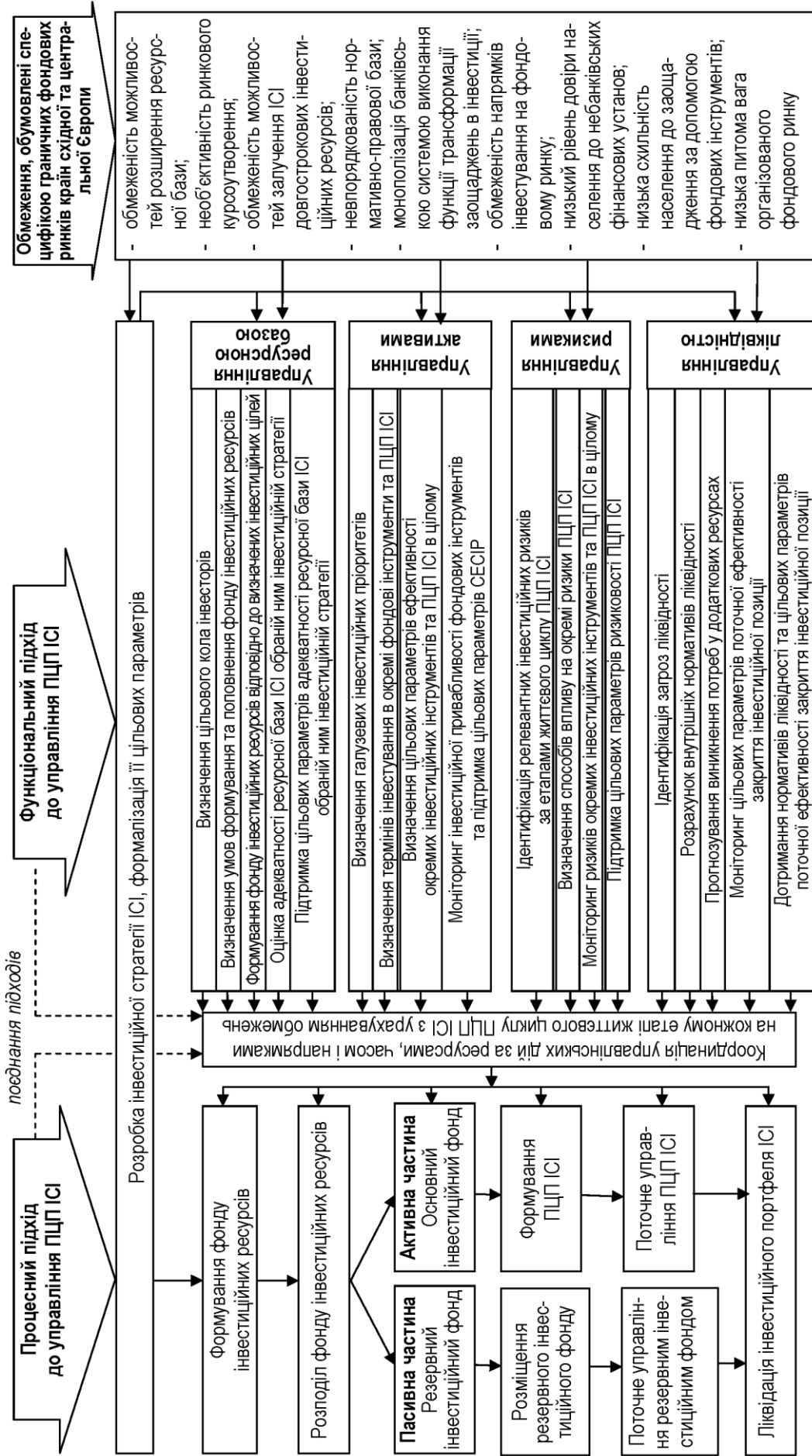


Рис. 1. Концептуальні засади формування системи управління ПЦП ІСІ на основі поєднання процесного та функціонального підходів та з урахуванням впливу функціональних обмежень

Якщо $RBA = 0$, то сподівання інвесторів ІСІ повністю відповідають стратегічним цільовим параметрам портфеля, а ризик втрати довіри інвесторів до ІСІ може вважатися мінімальним.

Виділено чотири релевантні фактори адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії, розроблено пропозиції щодо їх таргеування, розраховано їх значення для стратегії «слідування за ринком» на основі аналізу поточної кон'юнктури фондового ринку України (табл. 2).

Таблиця 2

Релевантні фактори адекватності ресурсної бази ІСІ інвестиційній стратегії

Релевантний фактор	Підхід до таргетування фактора	Значення фактора для стратегії «слідування за ринком»			
		2007 р.	2008 р.	2009 р.	I пів. 2010 р.
Термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ, років	На основі трирічної ковзної середньої тривалості депозитних вкладів населення у комерційні банки	1,24	1,28	0,97	1,02
Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ, %	Шляхом визначення максимального значення трирічної ковзної середньої двох параметрів: вартості банківських депозитів та рівня інфляції	11,8	16,83	17,06	14,8
Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ, %	На основі оцінки коефіцієнта неприйняття ризику Ерроу-Пратта	14,2	18,2	10,9	8,9
Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ, %	На основі трирічної ковзної середньої темпу приросту обсягу ресурсної бази ІСІ	7,6	-31,08	-11,97	-23,35

Автором визначено можливі наслідки для ІСІ, а також дії з боку компанії з управління активами (КУА) ІСІ при різних значеннях інтервалів зміни коефіцієнта RBA в напрямку узгодження параметрів ресурсної бази ІСІ та його стратегічних орієнтирів.

В умовах високого рівня асиметрії інформації на фондовому ринку України виникає ризик необ'єктивної оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів та різкого і непрогнозованого скорочення ресурсної бази ІСІ. В таких умовах особливої актуальності набуває розвиток методичних засад та практичних механізмів управління ліквідністю ПЦП ІСІ в контексті забезпечення балансу між швидкістю трансформації цінних паперів в готівку та розміром втрат їх вартості в процесі трансформації.

У роботі доведено, що до цих втрат, крім комісійних витрат, слід додавати різницю між ціною купівлі та продажу цінного папера, витрати на утримання цінного папера в портфелі (їх можна прирівняти до альтернативних доходів у вигляді середньоринкової річної банківської ставки по депозитам), скориговані на доходи, отримані за цінними паперами протягом відповідного періоду (дивіденди, купонні доходи тощо).

Автором обґрунтовано, що управління ліквідністю ПЦП ІСІ слід здійснювати в залежності від обраної інвестиційної стратегії та на основі показника поточної ефективності закриття інвестиційної позиції (*CECIP*):

$$CECIP = \frac{P_{bid} + \sum_{t=1}^T d_t \cdot (1+r)^t}{P_{buy} \cdot (1+r)^T}, \quad (2)$$

де P_{buy} – ціна відкриття інвестиційної позиції; P_{bid} – поточна, або прогнозована ціна попиту на цінний папір на ринку (ціна *Bid*); r – середньоринкова річна банківська депозитна ставка; T – термін перебування цінного папера в портфелі ІСІ; d_t – сума дивідендів або інших доходів, отриманих за цінним папером протягом періоду t .

Автором розроблено рекомендації щодо управління ліквідністю ПЦП ІСІ в залежності від діапазону зміни значень показника *CECIP*. Так, наприклад, значення $0 \leq CECIP \leq 0,50$ є характерним для найбільш знеціненого цінного папера, конвертація якого у гроші є доцільною лише у випадку ліквідації всього портфеля або емітента. Якщо $CECIP \geq 1,00$, то поточне закриття інвестиційної позиції буде ефективним, тобто при конвертації цінного папера у гроші інвестор не отримає збитку. Якщо значення коефіцієнта *CECIP* дорівнює або близьке до 1,00, стабільне у часі або повільно зростає до 1,25, то це буде свідчити про приналежність цінного папера до так званих «блакитних фішок», які характеризуються невисокими стабільними темпами приросту вартості, невеликими, але стабільними розмірами дивідендних виплат, наявністю постійного платоспроможного попиту, мінімальними ринковими ціновими коливаннями. Якщо $CECIP \geq 2,00$ та постійно зростає, то це є сигналом до швидкого закриття інвестиційної позиції, оскільки даний цінний папір є переоціненим ринком, ризик втрати його вартості не відповідає очікуваній доходності, існує висока ймовірність зміни цінового тренду даного цінного папера, що призведе до швидкої втрати його вартості.

Практичну перевірку розробленого підходу до управління ліквідністю ПЦП ІСІ на основі коефіцієнта *CECIP* здійснено на базі узагальнення результатів проекту «Фондові перегони», в межах якого провідні українські КУА здійснювали управління ПЦП, сформованим за реальними котируваннями ПАТ «Українська біржа». За результатами розрахунків показника *CECIP* для трьох найприбутковіших КУА України (КІНТО, «Dragon Asset Management» та «Eavex Asset Management») на дати можливого зростання відтоку коштів з ІСІ, автор дійшов висновку, що ризик виникнення проблем з ліквідністю був значним лише у останньої КУА, що повністю підтвердилося висновками конкурсної комісії цього проекту. Це дозволяє стверджувати, що показник *CECIP* є ефективним інструментом управління ліквідністю ПЦП ІСІ.

У третьому розділі «Стратегічні аспекти діяльності інститутів спільного інвестування в Україні» розвинуто методичну базу стратегічного управління ризиками ІСІ за етапами життєвого циклу ПЦП, досліджено галузеві аспекти формування стратегії управління активами ІСІ, поглиблено підходи

до формування маркетингової стратегії ІСІ, запропоновано напрямки вдосконалення державного регулювання діяльності ІСІ в Україні.

У роботі виділено найбільш релевантні ризики портфельного інвестування (на макро- та мікрорівнях), визначено рівень їх впливу на кожному з етапів життєвого циклу ПЦП ІСІ (за рівнем можливих втрат) та сформульовано пропозиції щодо стратегічного управління ними (табл. 3).

Таблиця 3

**Оцінка рівня впливу релевантних ризиків на діяльність ІСІ
за етапами життєвого циклу ПЦП (вимірюється рівнем можливих втрат)**

Групи ризиків	Релевантні ризики	Етапи життєвого циклу ПЦП ІСІ			
		ОП	ІП	І	З
Макроекономічні ризики	Ризик зміни законодавства на користь певних бізнес-груп	1	1	4	8
	Ризик націоналізації, реприватизації, примусової зміни форми власності або організаційно-правової форми емітента	0	1	7	8
	Ризик порушень у роботі судової гілки влади, рейдерських атак	0	0	6	8
	Ризик соціальних заворушень, війни, терористичних актів, масових страйків	2	3	7	9
	Ризик економічних конфліктів з іншими країнами	0	1	4	8
	Ризик зміни кон'юнктури (зміна попиту та пропозиції, внаслідок чого змінюється доходність об'єктів інвестування та вартість відповідних цінних паперів)	2	3	4	8
	Валютний ризик	2	1	6	5
	Ризик зміни процентних ставок (ставки рефінансування або середньоринкової ставки за кредитами)	1	1	4	6
	Інфляційний ризик	1	1	4	5
Мікроекономічні ризики	Індивідуальний ризик інвестиційної позиції	0	0	4	8
	Ризик невиконання емітентом власних зобов'язань	0	0	6	5
	Ризик ліквідності інвестиційної позиції	0	0	7	8
	Ризик недобросовісної поведінки конкурентів	2	3	3	0
	Ризик зміни адекватності ресурсної бази інвестиційної стратегії ІСІ	1	1	3	0

Можливі втрати, обумовлені виникненням ризику, представлені в табл. 3, ранжувалися наступним чином: 0 – втрати відсутні; 1 – втрати, пов'язані зі зміною інвестиційної стратегії; 2 – втрати, пов'язані зі збільшенням тривалості періоду формування фонду інвестиційних ресурсів; 3 – втрати, пов'язані із залученням додаткових ресурсів внаслідок виходу інвесторів з ІСІ; 4 – зростання витрат на поточне управління ПЦП; 5 – втрати від закриття збиткових позицій; 6 – втрати від незапланованого закриття інвестиційних позицій та недоотримання запланованих доходів; 7 – втрати від утримання неліквідних та збиткових інвестиційних позицій в ПЦП; 8 – втрати від неможливості закриття інвестиційних позицій; 9 – втрати від неможливості ліквідації ПЦП ІСІ.

Дані щодо впливу релевантних ризиків на діяльність ІСІ в табл. 3 представлені за наступними етапами життєвого циклу ПЦП: ОП – організаційно-підготовчим (розробка інвестиційної стратегії, формування потенційного кола інвесторів на основі забезпечення адекватності їх очікувань обраній інвестиційній стратегії, проведення емісії та розміщення цінних паперів ІСІ);

III – інвестиційно-підготовчим (розподіл фонду інвестиційних ресурсів на активну та пасивну частину, структуризація напрямків та інструментів інвестування за ризиковістю, доходністю, строковістю тощо); I – інвестиційним (формування та поточне управління ПЦП ІСІ); З – завершальним (закриття інвестиційних позицій ПЦП ІСІ та розподіл доходів між бенефіціарами ІСІ).

Автором обґрунтовано, що враховуючи функціональні обмеження, обумовлені специфікою фондового ринку України, зокрема низькі інформаційну прозорість, оперативність оприлюднення та об'єктивність звітності емітентів цінних паперів, особливої актуальності при формуванні стратегії портфельного інвестування ІСІ набуває ефективна оцінка інвестиційної привабливості цінних паперів підприємств галузі. Доведено, що найбільшу інвестиційну привабливість для ІСІ матимуть цінні папери тих суб'єктів економічної діяльності галузі, які активно використовують фондові інструменти для залучення фінансування (функціонують у формі акціонерних товариств або емітують боргові цінні папери), оскільки саме вони є найбільш інформаційно прозорими.

З огляду на це запропоновано галузеві пріоритети формування ПЦП ІСІ оцінювати на основі коефіцієнтів сек'юритизації галузі:

$$TBS = \frac{\sum_{i=1}^N (Cap_i + DS_i)}{\sum_{i=1}^N (Eq_i + DC_i)}, \quad (3)$$

$$BS_{Eq} = \sum_{i=1}^N \frac{Cap_i}{Eq_i}, \quad (4)$$

$$BS_{DC} = \sum_{i=1}^N \frac{DS_i}{DC_i}, \quad (5)$$

де TBS – коефіцієнт сек'юритизації сукупного капіталу підприємств галузі; BS_{Eq} – коефіцієнт сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі; BS_{DC} – коефіцієнт сек'юритизації залученого капіталу підприємств галузі; Cap_i – капіталізована вартість акцій i -го підприємства галузі; DS_i – загальна сума боргових цінних паперів, емітованих i -м підприємством галузі; Eq_i – загальний обсяг власного капіталу i -го підприємства галузі; DC_i – загальний обсяг залученого капіталу i -го підприємства галузі; N – кількість підприємств досліджуваної галузі.

Поточні значення показників TBS , BS_{Eq} та BS_{DC} свідчать, наскільки активно підприємства галузі, в яку ІСІ має намір інвестувати, використовують фондові інструменти в процесі формування власних пасивів.

Оцінку інвестиційної привабливості цінних паперів підприємств галузі (IAB) запропоновано здійснювати на основі трикомпонентного показника:

$$IAB = \{F(TBS); F(BS_{DC}); F(BS_{Eq})\}, \quad (6)$$

де $F(x)$ визначається наступним чином:

$$\begin{cases} F(x) = 1, \forall x \geq \bar{x} \\ F(x) = 0, \forall x < \bar{x} \end{cases} \quad (7)$$

Параметр \bar{x} запропоновано розраховувати як середнє значення відповідного показника сек'юритизації для всіх галузей економіки.

В залежності від значень $F(x)$ автором визначено три рівні інвестиційної привабливості цінних паперів підприємств галузі:

- 1) низький рівень, для якого $IAB = \{0;0;0\}$;
- 2) середній рівень: $IAB = \{0;1;0\}$ – перевага має надаватися борговим цінним паперам; $IAB = \{0;0;1\}$ – перевага має надаватися пайовим цінним паперам;
- 3) високий рівень: $IAB = \{1;1;0\}$ – перевага має надаватися борговим цінним паперам; $IAB = \{1;0;1\}$ – перевага має надаватися пайовим цінним паперам; $IAB = \{1;1;1\}$ – чітких переваг не встановлено.

Проведений автором порівняльний аналіз найбільш поширених моделей організації ринків цінних паперів показав, що незважаючи на концептуальні відмінності у їх будові, останніми роками спостерігається стійка тенденція до зближення ролі комерційних банків та небанківських фінансових установ на фондових ринках. У дисертаційній роботі доведено, що з позиції забезпечення ієрархічно субординованого державного інституційного та інфраструктурного регулювання фондового ринку в Україні існуюча модель його функціонування має бути вдосконалена так, як це продемонстровано на рис. 2.

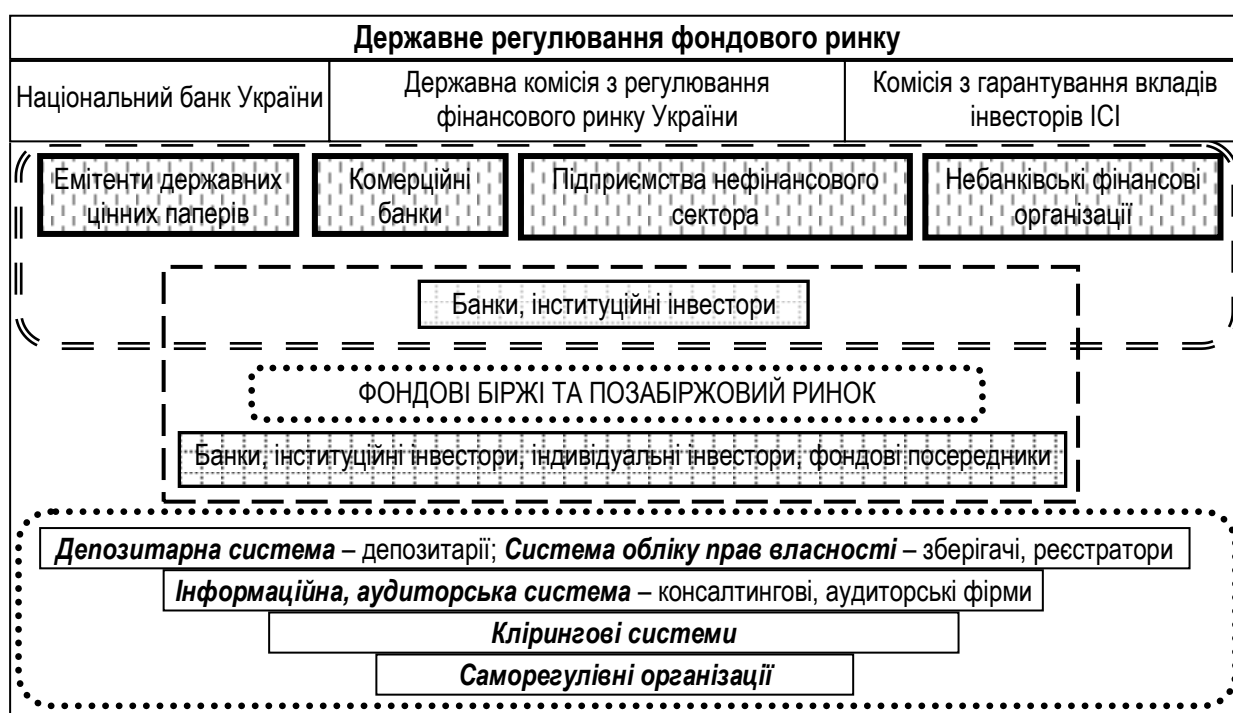


Рис. 2. Модель організації фондового ринку України:

- – інфраструктура фондового ринку === – первинний фондовий ринок
 - - - – вторинний фондовий ринок [шпигунка] – емітенти [доточка] – інвестори

Це пропонується здійснювати шляхом:

- 1) об'єднання Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України та Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг в єдиний

регулятор небанківських фінансових установ – Державну комісію з регулювання фінансового ринку України;

2) запровадження Комісії з гарантування вкладів інвесторів ІСІ, яка має виконувати функції формування фонду відшкодування втрат від інвестування в цінні папери ІСІ, складання рейтингів надійності КУА як основи для визначення диференційованих відрахувань до цього фонду, встановлення індикативних нормативних значень показника *SECIP* для різних типів ІСІ та контролю за їх дотриманням.

Автором розроблено пропозиції щодо впорядкування нормативно-правового забезпечення державного регулювання діяльності ІСІ, обумовлені змінами в моделі організації вітчизняного фондового ринку.

В ході дослідження встановлено, що на сьогодні в Україні серед власників цінних паперів більшості ІСІ переважають юридичні особи, що суперечить економічній сутності спільного інвестування, яке традиційно вважається основною альтернативою банківським інструментам заощадження саме для домогосподарств. Так, зокрема у невенчурних фондах частка юридичних осіб склала у 2009 р. 86,63 %, у III кв. 2010 р. – 60,14 %; у венчурних фондах – 84,29 % та 82,78 % відповідно. За даними на кінець III кв. 2010 р. учасниками 977 ІСІ України із 1069 були виключно юридичні особи, а частка загальної вартості чистих активів ІСІ, що належить фізичним особам, склала лише 3,33 % (у 2009 р. – 0,69 %). Проведений автором аналіз дозволяє стверджувати, що вітчизняні ІСІ на сьогодні неефективно виконують функцію трансформації заощаджень населення в інвестиції, в той час як юридичні особи використовують ІСІ переважно для ухилення від сплати податків (це підтверджується тим, що у структурі ПЦП венчурних ІСІ значну частку складають векселі, операції з якими є об'єктом фінансового моніторингу). Дослідження показало, що майже 50 % населення України зберігає тимчасово вільні кошти у готівковій формі і лише 6 % розглядають цінні папери ІСІ як потенційний напрям заощадження.

Зроблені в роботі узагальнення за результатами аналізу найбільш використовуваних населенням України джерел інформації про фінансові послуги стали емпіричною базою висновку про неефективність маркетингової політики більшості ІСІ. Це стримує зростання питомої ваги фізичних осіб серед інвесторів ІСІ та негативно впливає на розвиток ринку спільного інвестування в цілому. З огляду на необхідність узгодження соціально-економічних інтересів на різних рівнях узагальнення в роботі обґрунтовано необхідність впровадження політики транспарентності:

– на макрорівні – як складової фінансової політики держави, що спрямована на вирішення проблем: 1) покращення фінансової грамотності населення та підвищення його поінформованості про можливості задоволення потреб у заощадженні за допомогою ІСІ (запропоновано покласти виконання цієї функції на Державну комісію з регулювання фінансового ринку України та саморегульовані організації); 2) підвищення довіри населення до фінансових установ в цілому та ІСІ зокрема, що, на думку автора, стане результатом створення та ефективною діяльності в Україні Комісії з гарантування вкладів інвесторів ІСІ;

- на мікрорівні – як складової маркетингової політики ІСІ, яка спрямована на вирішення проблеми підвищення рівня залучення домогосподарств України до користування послугами ІСІ. Автором обґрунтовано необхідність диференціації підходів до обрання інструментів маркетингу стосовно юридичних та фізичних осіб, засновників та інвесторів; виокремлення чотирьох цільових аудиторій: фізичних та юридичних осіб (учасників пайових та корпоративних інвестиційних фондів) та фізичних і юридичних осіб (засновників корпоративних інвестиційних фондів); сформовано коло специфічних завдань політики транспарентності для кожної цільової аудиторії.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладної задачі, що виявляється в розвитку теоретичної бази та практичних механізмів управління ресурсною базою, ліквідністю та ПЦП ІСІ з урахуванням специфіки фондового ринку України.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. Цінні папери традиційно розглядаються з юридичної або з економічної точок зору, але спектр дослідження їх економічного змісту є доволі обмеженим, виходячи з чого автором зроблено акцент ще й на соціально-економічній сутності цінних паперів (як засобу заощадження, накопичення, збагачення населення), що дозволило уточнити їх функції в економічній системі.

2. За результатами аналізу системно-функціональних особливостей розвитку фондових ринків групи FM СЕЕС виокремлено функціональні обмеження, які слід враховувати при здійсненні операцій фінансового інвестування в Україні, а саме: обмеженість можливостей розширення ресурсної бази; необ'єктивність ринкового курсоутворення; обмеженість можливостей залучення ІСІ довгострокових інвестиційних ресурсів; непорядкованість нормативно-правової бази; монополізація банківською системою виконання функції трансформації заощаджень в інвестиції; обмеженість напрямків інвестування на фондовому ринку; низький рівень довіри населення до небанківських фінансових установ; низька схильність населення до заощадження за допомогою фондових інструментів; низька питома вага організованого фондового ринку.

3. Аналіз поточних тенденцій розвитку небанківських фінансових посередників в Україні дозволив стверджувати, що сьогодні саме ІСІ здатні найкраще забезпечити потребу вітчизняних домогосподарств у заощадженнях та скласти реальну конкуренцію банкам на певних сегментах фінансового ринку.

4. Визначення змісту функціональних підсистем управління ПЦП ІСІ (управління ресурсною базою, активами, ризиками, ліквідністю), а також обґрунтування напрямків координації управлінських дій за ресурсами, часом і напрямками на кожному етапі життєвого циклу ПЦП ІСІ з урахуванням функціональних обмежень дозволило поєднати процесний та функціональний підходи до управління ПЦП ІСІ в межах єдиної системи.

5. Визначальним фактором ефективної інвестиційної діяльності ІСІ є узгодженість параметрів його ресурсної бази та стратегічних орієнтирів. Це може бути забезпечено шляхом оцінки та таргетування релевантних факторів (термін інвестування в ІСІ, очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ, максимально припустимий рівень збитковості цінних паперів ІСІ, потенціал розширення ресурсної бази ІСІ), розрахунку коефіцієнта адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії.

6. В умовах асиметрії інформації для ІСІ особливої актуальності набуває ефективне управління ліквідністю ПЦП в контексті забезпечення балансу між швидкістю трансформації цінних паперів в готівку та розміром втрат їх вартості в процесі трансформації, що запропоновано здійснювати на основі показника поточної ефективності закриття інвестиційної позиції, який враховує потенційний економічний ефект від конвертації цінного папера у гроші, поточну кон'юнктуру фондового ринку та втрачену вигоду. Практичну перевірку цього підходу здійснено на базі даних трьох КУА України: КІНТО, «Dragon Asset Management» та «Eavex Asset Management».

7. Структурна декомпозиція релевантних макро- та мікроризиків портфельного інвестування за етапами життєвого циклу ПЦП ІСІ (організаційно-підготовчим, інвестиційно-підготовчим, інвестиційним та завершальним) дозволила оцінити рівень можливих втрат по кожному з цих ризиків.

8. При формуванні стратегії управління ПЦП ІСІ особливої актуальності набуває визначення галузевих пріоритетів інвестування. Найбільшу інвестиційну привабливість для ІСІ матимуть цінні папери тих суб'єктів господарювання галузі, які активно використовують фондові інструменти для залучення фінансування. Для формалізації даної залежності автором розроблено трикомпонентний показник на основі коефіцієнтів сек'юритизації сукупного, власного та залученого капіталу підприємств галузі.

9. В контексті підвищення прозорості фондового ринку України та рівня довіри населення до ІСІ, система державного інституційного та інфраструктурного регулювання фондового ринку в Україні потребує удосконалення шляхом створення єдиного регулятора небанківських фінансових установ (Державної комісії з регулювання фінансового ринку України) та запровадження Комісії з гарантування вкладів інвесторів ІСІ. Розроблено пропозиції щодо впорядкування нормативно-правового забезпечення державного регулювання діяльності ІСІ в Україні.

10. В Україні на сьогодні ІСІ не виконують своєї основної функції щодо трансформації заощаджень населення в інвестиції, що вимагає запровадження політики транспарентності вітчизняного ринку спільного інвестування: на макrorівні – з метою покращення фінансової грамотності населення, підвищення його поінформованості про можливості задоволення потреб у заощадженні за допомогою ІСІ та підвищення довіри населення до фінансових установ в цілому та ІСІ зокрема, а на мікрорівні – з метою підвищення рівня залучення домогосподарств України до користування послугами ІСІ.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Монографії

1. Циганюк Д. Л. Лібералізація руху капіталу в Україні / Єпіфанов А. О., Козьменко О. В., Циганюк Д. Л. // Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи : монографія / А. О. Єпіфанов, С. М. Козьменко, М. І. Макаренко, Ф. І. Шпиг та ін. / За заг. ред. д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 67–82. – 1,08 друк. арк. *Особистий внесок – дослідження специфіки фондового ринку України протягом 1990-2007 років (0,36 друк. арк.).*

Публікації у наукових фахових виданнях

2. Циганюк Д. Л. Аналіз інституціональних диспропорцій у розвитку вітчизняного ринку цінних паперів / С. В. Леонов, Д. Л. Циганюк // Механізм регулювання економіки. – 2010. – № 3, Т. 3. – С. 18–23. – 0,3 друк. арк. *Особистий внесок – аналіз моделей державного регулювання фондового ринку у США, ЄС та в Україні (0,15 друк. арк.).*
3. Циганюк Д. Л. Вдосконалення системи оцінки ліквідності портфеля цінних паперів інститутів спільного інвестування / Васильєва Т. А., Циганюк Д. Л. // Вісник СумДУ. Серія «Економіка». – 2010. – № 1, Том 2. – С. 146–152. – 0,4 друк. арк. *Особистий внесок – розвиток наукових підходів до управління ліквідністю ПЦП ІСІ (0,2 друк. арк.).*
4. Циганюк Д. Л. Вдосконалення моделі управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування / Д. Л. Циганюк, О. С. Степаненко // Механізм регулювання економіки. – 2010. – № 2. – С. 138–144. – 0,3 друк. арк. *Особистий внесок – розробка моделі управління ПЦП ІСІ на основі аналізу його життєвого циклу (0,15 друк. арк.).*
5. Циганюк Дмитро. Світовий досвід застосування методик аналізу ринку цінних паперів та можливість їх реалізації в Україні / Циганюк Олена, Циганюк Дмитро // Економічний аналіз : збірник наукових праць кафедри економічного аналізу Тернопільського національного економічного університету – 2010. – Спеціальний випуск. – С. 161–166. – 0,29 друк. арк. *Особистий внесок – визначення перешкод для застосування традиційних методик аналізу ринку цінних паперів в Україні (0,15 друк. арк.).*
6. Циганюк Д. Л. Система економічних ризиків інститутів спільного інвестування / Циганюк Д. Л. // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Випуск 257: В 7 т. – Т. VII. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2009. – С. 1655–1663. – 0,4 друк. арк.
7. Циганюк Д. Л. Портфельне інвестування на українському фондовому ринку / Д. Л. Циганюк // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 19. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 378–386. – 0,3 друк. арк.

Публікації в інших виданнях

8. Циганюк Д. Л. Проблеми портфельного інвестування в умовах українського фондового ринку / Д. Л. Циганюк // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей I Міжнародної науково-практичної конференції (25–26 травня 2006 р.). – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 103–104. – 0,1 друк. арк.
9. Циганюк Д. Л. Лібералізація фондового ринку України на шляху вступу до ЄС / Д. Л. Циганюк // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції (31 травня – 1 червня 2007 р.). – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 94–95. – 0,1 друк. арк.
10. Циганюк Д. Л. Декомпозиція інвестиційного процесу по життєвому циклу як інструмент ідентифікації економічних ризиків ІСІ / Д.Л. Циганюк // Стратегія економічного розвитку країн в умовах глобалізації : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. молодих учених та студентів, 26-27 листоп. 2009 р. : В 4 т. – Т. 2. – Дніпропетровськ : Біла К.О., 2009. – С. 122–124. – 0,2 друк. арк.
11. Циганюк Д. Л. Напрямки реформування національної системи рейтингів цінних паперів / Д. Л. Циганюк // Реформування економіки України: стан та перспективи : зб. матеріалів IV Міжнар. наук.-практ. конф., 26-27 листоп. 2009 р., м. Київ. – К. : МІБО КНЕУ, 2009. – С. 261–263. – 0,15 друк. арк.
12. Циганюк Д. Л. Особливості застосування фундаментального аналізу для оцінки цінних паперів в Україні / Д. Л. Циганюк // «Розвиток наукових досліджень' 2009»: Матеріали П'ятої міжнародної науково-практичної конференції, м. Полтава, 23-25 листопада 2009 р. – Полтава : Вид-во «ІнтерГрафіка», 2009. – Т. 15. – С. 99–101. – 0,15 друк. арк.
13. Циганюк Д. Л. Проблеми становлення та реформування інфраструктури фондового ринку України / Д. Л. Циганюк // Materialy V Mezinarodni vedecko-prakticka conference «Vedecky prumysl evropskeho kontinentu» (27 listopadu – 05 prosincu 2009 roku). – Dil 1. Ekonomicke vedy: Praha. Publishing House “Education and Science” s.r.o. – С. 84–85. – 0,15 друк. арк.
14. Циганюк Д. Л. Значення інститутів спільного інвестування на сучасному етапі розвитку українського фондового ринку / Д. Л. Циганюк // Materialy V Miedzynarodowej naukowii-praktycznej konferencji «Strategiczne pytania swiatowej nauki – 2009» (01 – 15 lutego 2009 roku). – Volume 1. Ekonomiczne nauki. : Przemysl. Nauka i studia – S. 67–71. – 0,16 друк. арк.
15. Циганюк Д. Л. Диверсифікація портфелю цінних паперів інститутів спільного інвестування за критерієм ліквідності як засіб протидії негативним екстерналіям / Т. А. Васильєва, Д. Л. Циганюк // Міжнародна стратегія економічного розвитку регіону: тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, м. Суми, 6–7 травня 2010 р. / редкол.: О. В. Прокопенко та ін. – Суми : Вид-во СумДУ, 2010. – С. 46–49. – 0,2 друк. арк. *Особистий внесок – розробка системи критеріїв класифікації складових ПЦП ІСІ за фактором ліквідності (0,1 друк. арк.).*

АНОТАЦІЯ

Циганюк Д.Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2011.

Дисертаційне дослідження присвячене розвитку теоретичної бази та практичних механізмів управління ресурсною базою, ліквідністю та портфелем цінних паперів ІСІ з урахуванням специфіки фондового ринку України. В роботі узагальнено теоретичні основи здійснення операцій з цінними паперами та портфельного інвестування, досліджено місце ринку цінних паперів в структурі фінансового ринку, визначено перспективи розвитку фондового ринку та ІСІ в Україні, сформовано систему управління портфелем цінних паперів ІСІ, розроблено механізм врахування сек’юритизації капіталу підприємств галузі при формуванні галузевої стратегії управління активами ІСІ, запропоновано механізм управління адекватністю ресурсної бази ІСІ, розвинуто підходи до стратегічного управління ризиками ІСІ за етапами життєвого циклу портфеля цінних паперів, поглиблено підходи до управління його ліквідністю; запропоновано напрямки вдосконалення стратегії інфраструктурного та інституційного державного регулювання фондового ринку в Україні, розвинуто науково-методичні підходи до впровадження політики транспарентності в діяльність ІСІ в Україні.

Ключові слова: інститути спільного інвестування, фондовий ринок, портфель цінних паперів, транспарентність, інвестиційна позиція, адекватність ресурсної бази, таргетування, сек’юритизація.

АННОТАЦИЯ

Цыганюк Д.Л. Управление портфелем ценных бумаг институтов совместного инвестирования. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2011.

Диссертационное исследование посвящено развитию научно-теоретической базы и практических механизмов управления ресурсной базой, ликвидностью и портфелем ценных бумаг ПЦБ институтов совместного инвестирования (ИСИ) с учетом специфики фондового рынка Украины

Автором сделан акцент на социально-экономической сущности ценных бумаг (как средства сбережения, накопления, обогащения населения), что позволило уточнить их функции в экономической системе.

По результатам анализа системно-функциональных особенностей развития фондовых рынков группы FM СЕЕС выделены функциональные ограниче-

ния, которые следует учитывать при осуществлении операций финансового инвестирования в Украине.

Определение содержания функциональных подсистем управления ПЦБ ИСИ (управление ресурсной базой, активами, рисками, ликвидностью), а также обоснование направлений координации управленческих действий по ресурсам, времени и направлениям на каждом этапе жизненного цикла ПЦБ ИСИ с учетом функциональных ограничений позволило совместить процессный и функциональный подходы к управлению ПЦБ ИСИ.

Согласованность параметров его ресурсной базы и стратегических ориентиров предложено обеспечить путем оценки и таргетирования релевантных факторов (срок инвестирования в ИСИ, ожидаемый минимальный уровень доходности по ценным бумагам ИСИ, максимально допустимый уровень убыточности ценных бумаг ИСИ, потенциал расширения ресурсной базы ИСИ) и расчета коэффициента адекватности ресурсной базы ИСИ выбранной инвестиционной стратегии.

Управление ликвидностью ПЦБ в контексте обеспечения баланса между скоростью трансформации ценных бумаг в наличные и размером потерь их стоимости в процессе трансформации предложено осуществлять на основе показателя текущей эффективности закрытия инвестиционной позиции, который учитывает потенциальный экономический эффект от конвертации ценной бумаги в деньги, текущую конъюнктуру фондового рынка и упущенную выгоду.

Структурная декомпозиция релевантных макро- и микрорисков портфельного инвестирования по этапам жизненного цикла ПЦБ ИСИ позволила оценить уровень возможных потерь по каждому из этих рисков.

При формировании стратегии управления ПЦБ ИСИ особую актуальность приобретает определение отраслевых приоритетов инвестирования. Наибольшую инвестиционную привлекательность для ИСИ будут иметь ценные бумаги тех субъектов хозяйствования отрасли, которые активно используют фондовые инструменты для привлечения финансирования. Для формализации данной зависимости автором разработан трехкомпонентный показатель на основе коэффициентов секьюритизации совокупного, собственного и привлеченного капитала предприятий отрасли.

Систему государственного институционального и инфраструктурного регулирования фондового рынка в Украине предложено усовершенствовать путем создания единого регулятора небанковских финансовых учреждений – Государственной комиссии по регулированию финансового рынка Украины, а также Комиссии по гарантированию вкладов инвесторов ИСИ.

Обоснована необходимость внедрения политики транспарентности отечественного рынка совместного инвестирования: на макроуровне – с целью улучшения финансовой грамотности населения, повышения его осведомленности о возможностях удовлетворения потребностей в сбережении посредством ИСИ и повышения доверия населения к финансовым учреждениям в целом и

ИСИ в частности, и на микроуровне – с целью повышения уровня привлечения домохозяйств Украины к пользованию услугами ИСИ.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования, фондовый рынок, портфель ценных бумаг, транспарентность, инвестиционная позиция, адекватность ресурсной базы, таргетирование, секьюритизация.

SUMMARY

Tsyhanyuk D.L. Management of securities portfolio of mutual funds. – Manuscript.

Thesis for a Candidate Degree in Economics by specialty 08.00.08. – Money, Finance, Credit. – The Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine, Sumy, 2011.

The dissertation is devoted to the development of theoretical framework and practical mechanisms of resource base, liquidity and portfolio management in mutual funds, considering specificity of Ukrainian stock market. The paper summarizes the theoretical foundations of transactions with securities and portfolio investment, explored the securities market place in the structure of the financial market, perspectives of development of the stock market and mutual funds in Ukraine, the system of portfolio management of mutual funds, developed the mechanism of incorporation of the branch securitization of business capital field in the formation of branch asset management strategy of mutual funds, the mechanism of the adequacy of the resource base of mutual funds, developed methodological framework of strategic risk management for mutual funds considering the life cycle of its portfolio, enhanced the scientific and systematic approaches to managing its liquidity and proposed ways to improve infrastructure and institutional strategy for public stock market regulation in Ukraine, developed scientific and methodological approaches to the implementation of transparency in the activities of mutual funds in Ukraine.

Key words: mutual funds, stock market, portfolio of securities, transparency, investment position, adequacy of resources base, targeting, securitization.

Відповідальний за випуск
доктор економічних наук, професор
С.М. Козьменко

Підписано до друку 17.03.2011.
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”
40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
видавців, виготівників і розповсюджувачів
видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008

