

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

ЦИГАНЮК ДМИТРО ЛЕОНІДОВИЧ

На правах рукопису

УДК 336.763:330.322](043.5)

**УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук



Науковий керівник
Леонов Сергій Вячеславович
доктор економічних наук, доцент

Суми – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА СУЧАСНИЙ СТАН РОЗВИТКУ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ	12
1.1. Аналіз теоретичних основ здійснення операцій з цінними паперами	12
1.2. Ринок цінних паперів: місце в структурі фінансового ринку та проблеми розвитку в Україні	27
1.3. Визначення ролі та місця інститутів спільного інвестування на ринку цінних паперів України	49
1.4. Узагальнення теоретичної бази управління портфелем цінних паперів	67
Висновки до розділу 1	80
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНОЇ БАЗИ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ОСНОВІ СИСТЕМНОГО ПІДХОДУ	84
2.1. Концептуальні засади формування системи управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування в Україні на основі узагальнення специфічних ознак граничних ринків цінних паперів	84
2.2. Розвиток методичних засад управління ресурсною базою інститутів спільного інвестування	102
2.3. Розробка науково-методичних підходів та практичних механізмів удосконалення системи управління ліквідністю портфелю цінних паперів інституту спільного інвестування	125
Висновки до розділу 2	150
РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЧНІ АСПЕКТИ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ	154
3.1. Розвиток методичної бази стратегічного управління ризиками інститутів спільного інвестування за етапами життєвого циклу портфеля цінних паперів	154
3.2. Галузеві аспекти формування стратегії управління активами	

інститутів спільного інвестування	170
3.3. Напрямки вдосконалення стратегії державного регулювання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні	184
3.4. Розвиток науково-методичних підходів до формування політики транспарентності як обов'язкової складової маркетингової політики інститутів спільного інвестування	204
Висновки до розділу 3	221
ВИСНОВКИ	225
ДОДАТКИ	228
Додаток А – Систематизація наукових поглядів на сутність цінних паперів	229
Додаток Б – Систематизація визначень сутності фінансового ринку та його структури	231
Додаток В – Структура торгів цінними паперами на організаторах торгівлі в Україні за 2009 р. в розрізі видів цінних паперів	234
Додаток Д – Динаміка біржових індексів окремих країн	235
Додаток Е – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження	241
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	243



ВСТУП

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, скласти 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. Геєцем, 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. Александр, А. Бейлі, О.М.Бу-ренін, В.Н. Лівшиц, Г. Марковіц, Р. Мертон, М. Міллер, О.О. Недосекін, П. Самуельсон, Ф. Фабоцці, У. Шарп, М. Шоулз, а також вітчизняних дослідників Л.М. Алексеєнко, В.В.Корнеєва, 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 нерозвинутого 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 фінансового 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 інвестиційних фондів.

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 як: 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 та розрахунку коефіцієнту адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії. Розроблено механізм оцінки релевантних факторів, у якості яких 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 закриття інвестиційної позиції, який, на відміну від існуючих, враховує потенційний економічний ефект від конвертації цінного паперу 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 надає 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 макrorівні – 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 найбільш 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'юри-тизації 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 № 352 від 28.12.2010 р.); щодо класифікації економічних ризиків ІСІ – Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка №1404 від 27.10.2010 р.); щодо врахування фактору часу при оцінці впливу окремих економічних ризиків на діяльність фінансових посередників – Сумського управління Української пожежно-страхової компанії (довідка № 275-01 від 29.09.2010 р.); щодо побудови організаційно-управлінської моделі управління ПЦП ІСІ на основі врахування специфіки його життєвого циклу – ТОВ «КУА АПФ «Ініціатива» (довідка № 9707 від 05.10.2010 р.); щодо оцінки активності підприємств окремої галузі на фондовому ринку – ПАТ АБ «Столичний» (довідка № 216/05-01 від 11.10.2010 р.); щодо аналізу якості управління ПЦП ІСІ – ТОВ «Консалтингова компанія «Бі.ЕФ.Сі» (довідка № 71/010 від 14.09.2010 р.).

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 р.).

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 naukowo-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.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА СУЧАСНИЙ СТАН РОЗВИТКУ ОПЕРАЦІЙ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

1.1. Аналіз теоретичних основ здійснення операцій з цінними паперами.

Розвиток соціально-економічних відносин на початку XIII ст. обумовив формування комплексної системи принципів, норм і понять торгового права. Саме завдяки поширенню торгового права з'явилася можливість розвитку різних форм власності, грошей і кредиту. Адже темпи зростання обсягів торгівлі досить часто перевищували темпи росту грошей в обігу, що вимагало запровадження специфічних інструментів монетарного ринку для підтримки торгівлі і економіки в цілому. Окрім цього, в певних регіонах за рахунок активної міжнародної торгівлі було накопичено досить грошового капіталу, який міг бути вилучений з торгового обороту і стати базисом для формування ринку боргового капіталу.

Усе вищеперераховане і стало ключовими передумовами виникнення цінних паперів, еволюція яких була зв'язана з розвитком форм власності, кредиту та грошей. Систематизація наукових досліджень з цієї проблематики дозволяє виділити три етапи в становленні цінних паперів.

Перший етап асоціюється з необхідністю задокументувати факт передачі грошей і виникнення боргового зобов'язання. Це давало можливість позикодавцям у випадку неповернення коштів вимагати погашення заборгованості позичальника через суд. Отже однією з перших форм цінних паперів був торговий вексель, який у торгових відносинах виконував функції платежу і обороту, тобто був формою кредитних грошей – певною

альтернативою справжнім грошам. Така форма кредитних грошей включала не тільки вартість товару у заставі, а також добавлену вартість у формі винагороди (проценту) за ризик [42].

Розвиток торгових відносин й їх активізація обумовили необхідність надання у заставу органами державної влади, а згодом й іншими суб'єктами економіки майна з метою забезпечення власних боргових зобов'язань для залучення додаткових ресурсів. Дані фактори й обумовили подальший розвиток торгового векселя і виникнення облігацій, що можна вважати *другим етапом* у еволюції цінних паперів [42].

Виникнення акціонерних товариств започаткувало *третій етап* в розвитку цінних паперів. Утворення великих корпорацій для будівництва залізних сполучень, каналів тощо призвело до необхідності концентрації капіталу шляхом об'єднання багатьох дрібних індивідуальних капіталів. Так з'явилася наступна форма цінних паперів – акція [81].

Активізація торгівлі, поява та розповсюдження фондових і товарних бірж (або інших організаторів торгівлі) обумовили спекуляції та появу необхідності укладення угод на поставку товарів (активу) у майбутньому проти його негайної оплати за визначеною ціною. Фіксація такої угоди стала прообразом, першою формою сучасного форвардного контракту. З появи таких цінних паперів розпочався *четвертий етап* еволюції цінних паперів, протягом якого сформувався цілий клас деривативів або похідних цінних паперів [87].

На сучасному етапі розвитку деривативи мають досить складну форму, що створює суттєві проблеми при визначенні їх базового активу (наприклад, індексні ф'ючерси або іпотечна закладна).

Графічно процес еволюції цінних паперів представлено на рис. 1.1.

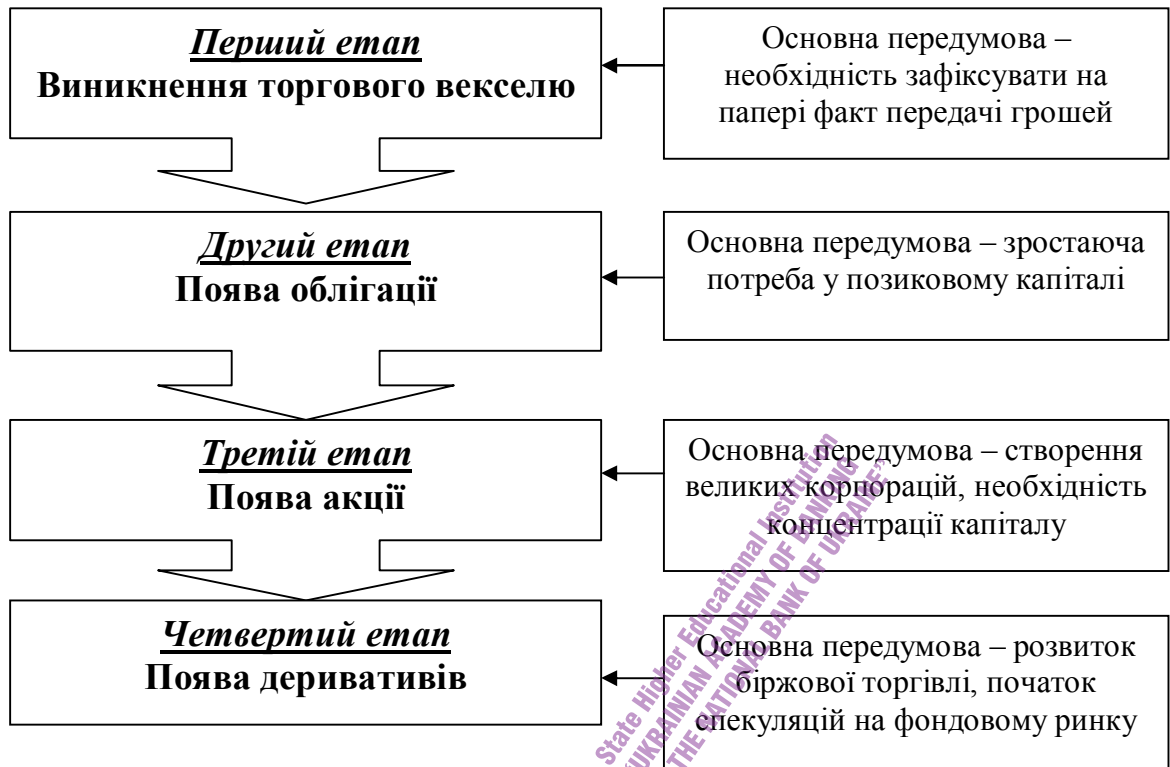


Рис. 1.1. Виникнення та еволюція цінних паперів (складено автором на основі [42,81,87, 139])

Економічні відносини, що обумовлюють сутність цінного паперу, є дуже динамічними, багатограними, постійно змінюються, розвиваються і обумовлюють появу нових видів цінних паперів. Цим і пояснюється багатогранність категоріальної сутності цінних паперів.

Отже, цінний папір зародився як документ, який засвідчував право утримувача на конкретну власність (активи) або кошти та визначав умови реалізації цього права [139].

З метою визначення сучасного розуміння сутності цінних паперів варто розглянути характер відносин, що лежали в основі основних типів цінних паперів на початку їх виникнення.

Еволюція виникнення окремих видів цінних паперів представлена в табл. 1.1.

Класифікація окремих видів цінних паперів в порядку їх виникнення
(складено автором на основі [139, 87, 153, 156, 179])

Цінний папір	Характеристика
Заставна (ломбардна) квитанція	Клієнт отримує позику в ломбарді, полишаючи певний об'єкт у заставу. В разі неповернення боргу – ломбард отримує право реалізації заставленого майна для покриття збитків і отримання доходів. Умови надання та повернення позики фіксуються в ломбардній квитанції
Боргова розписка (простий вексель)	Отримання грошей без застави з одночасним оформленням розписки про зобов'язання повернути їх разом з процентами. У такому випадку кредитодавець не має майна, яке б можна було б забрати для погашення боргу, тому він змушений вимагати погашення за допомогою суду. Тільки розписка є доказом здійснення позики
Забезпечена облігація	Надання позики компанії з додатковим забезпеченням оформлюється у вигляді облігацій, що забезпечені заставними. В них фіксуються терміни повернення кредиту та конкретне майно, що перейде до кредитора
Незабезпечена облігація	Вид облігації, коли компанія відповідає за свої зобов'язання всім майном, уточнюючи порядок розподілу його майна у випадку несплати боргу
Акція	В обмін на отримані гроші, фірма може обіцяти частку свого прибутку, не надаючи у заставу ніяких активів та не приймаючи ніяких безвідкличних зобов'язань

Сутність цінного паперу традиційно розглядається в двох площинах – економічній та юридичній. При цьому у економічній літературі, як правило, спостерігається домінування одного із цих аспектів. Це в свою чергу призводить до значного обмеження розуміння функціонального призначення та економічних характеристик цінного паперу. На нашу думку, дані дві сутності повинні взаємодоповнювати одна одну, проте не взаємовиключати, тобто варто говорити про доцільність синтезу даних підходів.

З економічної точки зору багатоманіття видів цінних паперів призводить до складності визначення поняття «цінний папір», так як кожен вид є віддзеркаленням окремої функції цінних паперів.

В науковій літературі *економічна сутність цінного паперу розглядається в трьох аспектах:*

- 1) як альтернатива грошам (за певних умов);
- 2) як фіктивний капітал;
- 3) як інвестиційний товар.

Одним з перших вчених, який розділив фіктивний і реальний капітал, був К. Маркс. Він і є автором визначення найбільш поширеного цінного паперу – акції, як свідоцтва права власності на реальний капітал, який належить певній фірмі, та свідоцтва на право отримання доданої вартості, яку може приносити цей капітал [175]. У III томі «Капіталу» він охарактеризовує акцію як «фіктивний капітал», тобто капітал, який не формує жодної частини реального капіталу та немає вартісної сутності [175].

За такого підходу здійснюється розгалуження капіталу: по-перше, капітал створює вартість та функціонує як реальний капітал, по-друге, капітал у формі цінних паперів стимулює перерозподіл доданої вартості. Таким чином, з точки зору К.Маркса, цінний папір є паперовим аналогом реального капіталу у виробництві, який самостійно обертається на ринку в якості фіктивного капіталу. За К.Марксом фіктивний капітал– це капітал у паперовій формі, за яким не має реальної вартості» [175].

Здійснена нами систематизація наукових поглядів на сутність цінних паперів представлена в додатку А.

Якщо з економічної точки зору цінні папери – це відображення товару, капіталу або певних економічних відносин, які лежать в його основі, тоді з юридичної точки зору цінний папір буде формою фіксації таких відносин, при якій йому надаються матеріальні ознаки а також можливості виконувати свої функції в економіці.

Отже, цінний папір з юридичної точки зору– це документ, що надає його власнику визначені майнові права. Тому, якщо аналізувати сутність цінних паперів у такому контексті, то у визначенні мають бути чітко

зафіксовані критерії, за якими здійснюються віднесення тих чи інших документів до категорії цінних паперів.

Таким чином, ми можемо стверджувати про відсутність сталого, єдиного підходу до розуміння сутності цінних паперів поміж зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів.

Крім економічного та юридичного підходів до розуміння сутності цінного паперу, *ми пропонуємо виділити ще й соціально-економічну сутність, як засобу заощадження, накопичення, збагачення та важливої альтернатива іншим інструментам фінансового ринку, яка посилює диверсифікацію портфеля вкладень населення країни.* Крім цього, володіння цінними паперами надає його утримувачу відчуття співвласності й причетності до фінансування зростання та розвитку національної економіки. На відміну від усталеного розуміння, такий підхід акцентує увагу на здатності цінного паперу задовольнити потребу у заощадженні, яка на сьогодні є однією з ключових економічних потреб населення.

Для того, щоб краще зрозуміти природу цінних паперів, слід розглянути їх функції та роль в економіці. На основі критичного аналізу наукових праць [1, 14, 15, 17, 175, 176, 182, 197] пропонується виділити такі функції цінних паперів:

- цінова (обертаючись на ринку, цінний папір має певну ціну, що відображає не тільки ціну самого цінного паперу, а також і є опосередкованим уособленням вартості самого емітента, який виступає цілісним бізнес-об'єктом (у випадку пайових цінних паперів), середньої вартості запозиченого капіталу для галузі (в разі коли йдеться про боргові цінні папери));
- кредитна (цінні папери достатньо давно є альтернативою банківському кредиту і частіше за все – дешевшою);
- комерційну (операції з цінними паперами, як і більшість фінансових операцій, мають за основну мету отримання прибутку);

- інвестиційні (цінний папір випускається, перш за все, для залучення додаткових коштів або до капіталу емітента або до оборотних коштів, що є інвестицією за своєю суттю);
- засіб платежу (боргові розписки та векселі виникли як альтернатива грошам, тому що дозволяли розраховуватися за товари чи послуги, відстрочуючи справжній грошовий платіж);
- фіскальна (за допомогою державних цінних паперів виникла можливість покрити дефіцит державного бюджету на неінфляційній основі);
- страхова (в 50-х рр. 20-го ст., виник окремий клас цінних паперів (похідні цінні папери або деривативи), основною функцією яких було не отримання прибутку, а страхування ризиків інвестора);
- документальне підтвердження проведення операції (цінний папір це перш за все, документ, що фіксує певні правові відносини, а в разі недобросовісного виконання власних зобов'язань однією зі сторін, може бути пред'явлений для вирішення спору у суді);
- засвідчення права на капітал, доходи в майбутньому, товар (цінний папір, крім посвідчення самого факту операції, є також підтвердженням надання кредитором прав на певну частину доходів або заставу емітента в майбутньому);
- захисна (юридична формалізація легалізує економічні відносини та автоматично включає їх до поля правового регулювання в країні);
- інформаційна (цінний папір, його вартість - носії важливої інформації про емітента, зокрема, динаміка ціни на цінний папір є відображенням змін і перспектив самого підприємства);
- засіб накопичення і заощадження (цінні папери являються розумною, дохіднішою, проте більш ризикованою альтернативою банківським депозитам);
- ознака співвласності щодо об'єкту інвестування (з купівлею пайового цінного паперу його власник відчуває, що став співвласником цілого

підприємства, навіть у випадку, коли він не має реального впливу на діяльність фірми);

- ознака причетності до фінансування зростання та розвитку національної економіки (проведення фінансової інвестиції значить, що інвестор надав певний обсяг капіталу для фінансування розвитку його емітента).

Кожна функція цінних паперів є відображенням однієї з виділених нами сутностей, що зображено на рис. 1.2.



Рис. 1.2. Розподіл функцій цінних паперів в залежності від сутності, яку вони відображають (авторська розробка)

Таким чином, цінні папери з економічної точки зору відображають економічні відносини, з юридичної точки зору є формою фіксування економічних відносин, з соціально-економічної – є важливим альтернативним напрямком заощаджень, який має важливе соціально-економічне значення.

Цінні папери опосередковують процеси руху капіталу, перерозподілу та розподілу прибутку і певної частини національного доходу через систему державних фінансових фондів.

Підсумовуючи усе вищесказане, цінний папір в межах даного дослідження будемо розуміти як **документально оформлені майнові та/або немайнові права, які приносять регулярний (нерегулярний) дохід або знижують сукупний економічний ризик власника без принесення додаткового доходу, задовольняючи потребу їх власника у заощадженні.**

Таке визначення, на відміну від існуючих, враховує здатність цінних паперів знижувати економічні ризики без принесення додаткового доходу, акцентує увагу на першочерговості задоволення потреби у заощадженні та найбільш повно враховує всі функції цінних паперів. Як вже зазначалося вище, однією із проблем при визначенні сутності цінних паперів є велике різноманіття їх форм. В науковій літературі представлена велика кількість класифікацій цінних паперів, тому виникає потреба у формуванні узагальненої класифікації за різними критеріями. З метою вирішення цієї проблеми визначимо основні характеристики цінних паперів (критерії класифікації):

- вид капіталу (прав), що лежить в основі цінного паперу;
- оборотність;
- матеріальна форма;
- стандартність та серійність;
- ліквідність;
- рівень регулювання та контролю державою;
- наявність окремого сегменту ринку;
- ризик;
- спеціалізація;
- тип капіталу, що лежить в основі цінного паперу;
- можливість передання іншій особі.

Отже, за здійсненим автором узагальненням, класифікація цінних паперів набуває вигляду, який представлений в табл. 1.2.

Розвиток нових економічних відносин, трансформація форм власності та процес переходу на ринковий шлях розвитку економіки обумовили появу та поширення цінних паперів в Україні.

Таблиця 1.2

Класифікація цінних паперів (складено автором на основі [1, 14, 15, 17, 175, 176, 182, 197])

<i>Критерій класифікації</i>	<i>Види цінних паперів</i>
Вид капіталу, що лежить в основі цінного паперу	<ul style="list-style-type: none"> - пайові; - боргові; - розпорядчі
Оборотність	<ul style="list-style-type: none"> - зареєстровані на біржах чи саморегульованих організаціях; - не зареєстровані на біржах чи саморегульованих організаціях
Матеріальна форма	<ul style="list-style-type: none"> - документарні; - бездокументарні
Стандартність та серійність	Відносно окремих цінних паперів державою чи ринком встановлюються додаткові вимоги стосовно їх параметрів для стандартизації і спрощення їх обігу, прикладом цього може бути розмежування облігацій на класи і серії, залежно від кредитного рейтингу їх емітента, чи стандартизація ф'ючерсів
Ліквідність	<p>Як правило, організаторами торгівлі проводиться поділ за певним рівнем ліквідності всіх зареєстрованих цінних паперів (так звані рівні лістингу):</p> <ul style="list-style-type: none"> - ліквідні (1-2 рівень лістингу); - слабо ліквідні (3 рівень лістингу); - неліквідні (позалістингові)
Рівень регулювання та контролю державою	<ul style="list-style-type: none"> - контрольовані (акції, облігації, інші цінні папери, що обертаються на біржах та підлягають реєстрації в органах державної влади); - неконтрольовані (векселі, боргові розписки, чеки)
Наявність окремого сегменту ринку	<ul style="list-style-type: none"> - відокремленість торгів на окремому сегменті ринку цінних паперів (ринок акцій, облігацій, деривативів); - відсутність відокремленого сегменту для конкретного типу цінних паперів
Ризик	<p>За цим критерієм важко визначити конкретні види цінних паперів, оскільки саме поняття ризику цінного паперу є неоднозначним і залежить від його суб'єктивного сприйняття інвестором. Узагальнено можна виділити дві основні групи цінних паперів:</p> <ul style="list-style-type: none"> - з високою дохідністю та високим рівнем ризику (іпотечні закладні, акції венчурних фондів, компаній); - з низькою дохідністю, проте без ризикові або з низьким рівнем ризику (державні цінні папери, блакитні фішки)
Спеціалізація	<ul style="list-style-type: none"> - іпотечні; - ощадні; - інноваційні (венчурні); - валютні тощо

Продовження табл. 1.2

Тип капіталу, що лежить в основі цінного паперу	<ul style="list-style-type: none"> - цінні папери першого порядку (до них відносяться основні види цінних паперів, в основі яких лежить реальний капітал – акції, облігації, векселі, інвестиційні сертифікати і т.д.); - похідні цінні папери (в їх основі лежить так званий капітал другого порядку, тобто право або обов'язок здійснити в майбутньому на визначених сьогодні умовах певну операцію або операції – ф'ючерси, форвардні контракти, свопи, опціони, депозитні свідоцтва, варранти)
Можливість передання іншій особі	<ul style="list-style-type: none"> - іменні; - на пред'явника

Еволюція цінних паперів в сучасній економіці України почалася з 1991 року, у час, коли було проголошено денационалізацію, приватизацію переважної більшості державних суб'єктів господарювання. З того часу українське законодавство в галузі цінних паперів достатньо часто змінювалося, впроваджуючи нові види та типи цінних паперів, або забороняючи їх. Констатуючи цей факт, можна сказати, що цінні папери в Україні розвивалися революційним шляхом. Сьогодні можна стверджувати, що процес становлення цінних паперів в нашій країні стабілізувався й у вітчизняному нормативно-правовому полі припинилися різкі зміни, а розвиток типів цінних паперів став поступовим.

Таким чином, за законодавством в Україні [106, 107, 112, 119, 121, 124, 126] до обігу допущені наступні цінні папери:

- пайові цінні папери:
 - а) акції;
 - б) інвестиційні сертифікати;
 - в) сертифікати ФОН (фонду операцій з нерухомістю)
- боргові цінні папери:
 - а) облігації підприємств;
 - б) державні облігації України;
 - в) облігації місцевих позик;
 - г) казначейські зобов'язання України;
 - д) ощадні (депозитні) сертифікати;

- е) векселі;
- іпотечні цінні папери:
 - а) іпотечні облігації;
 - б) іпотечні сертифікати;
 - в) заставні;
- приватизаційні цінні папери – цінні папери, що засвідчують право їх власника на безплатне отримання в процесі приватизації частини майна державних підприємств, земельного фонду, державного житлового фонду;
- похідні цінні папери – це цінні папери, механізм обігу та випуску яких пов'язаний з правом на купівлю чи продаж протягом терміну, встановленого договором, цінних паперів, або інших фінансових чи товарних ресурсів;
- товаророзпорядчі цінні папери – це цінні папери, що надають їх власнику право розпоряджатися майном, яке вказане у цих документах.

Різні види цінних паперів можуть бути призначені для здійснення різних операцій. Емісійний етап цінних паперів та їх первинного розміщення, або першого продажу є надзвичайно важливим, оскільки саме він утворює найбільші можливості забезпечення максимального прибутку. Як правило, частіше за все, при первинному розміщенні емітент реалізує цінні папери за номінальною ціною, яка є мінімальною. Згодом вартість цінних паперів в процесі їх обертання на вторинному ринку буде, за умови стабільного розвитку емітента, зростати. Отже, купивши цінні папери під час первинного розміщення, покупець може сподіватися, що він заплатив найнижчу ціну за них, і, значить, може розраховувати на максимальний прибуток. В Україні фактичними монополістами стосовно обслуговування первинного розміщення цінних паперів є комерційні банки, для яких інвестиційна дальність не є основною, що стримує динаміку обсягів операцій з цінними паперами в цілому. Проте, незважаючи на досить низьку ціну цінних паперів

під час їх первинного розміщення, існує ризик хибної оцінки емітента. Дані цінні папери ще не оцінені ринком, тому в цьому випадку інвестор приймає на себе всю відповідальність за їх оцінку. З огляду на це, менш ризикованим буде купувати цінні папери на вторинному ринку.

При вторинному розміщенні цінних паперів можуть проводитися такі операції:

- проста торгівля (угода купівлі-продажу);
- продаж із зобов'язанням наступного зворотного викупу та навпаки (операції РЕПО);
- сек'юритизація.

Ряд операцій з цінними паперами проводиться комерційними банками та організаторами торгівлі (вони приносять дохід або мають інформаційно-організаційний характер). До таких операцій традиційно відносять:

- кредитування під заставу цінних паперів;
- облік цінних паперів;
- виконання зобов'язань за цінними паперами;
- авалювання;
- надання гарантій під заставу цінних паперів;
- рейтингування цінних паперів;
- лістинг цінних паперів;
- зберігання.

Узагальнено всі операції з цінними паперами представлені на рис. 1.3.

Розуміння сутності цінних паперів не буде повним без розгляду **основних суб'єктів операцій з цінними паперами та цілей їх діяльності** (табл. 1.3).

<i>Первинне розміщення</i>	<i>Вторинне розміщення</i>
Емісійні операції: - випуск; - первинне розміщення; - сек'юритизація	Торгові операції: - проста торгівля (купівля-продаж); - продаж із зобов'язанням зворотного викупу і навпаки (операції РЕПО)
Обслуговуючі та пов'язані операції: - кредитування під заставу цінних паперів; - облік цінних паперів; - виконання зобов'язань за цінними паперами; - авалування; - надання гарантій під заставу цінних паперів; - рейтингування цінних паперів; - лістинг цінних паперів; - зберігання	

Рис. 1.3. Класифікація операцій з цінними паперами (складено автором на основі [119, 121, 126])

Таблиця 1.3

Класифікація суб'єктів операцій з цінними паперами (складено автором на основі [106, 107, 112, 119, 121, 124, 126])

Група суб'єктів	Мета	Склад групи
Емітенти	Залучення позичкового капіталу, поповнення власного капіталу, підвищення публічної прозорості компанії	1) акціонерні товариства, які випускають акції для наповнення (поповнення) статутного капіталу; 2) підприємства, що випускають боргові цінні папери для поповнення оборотних коштів; 3) держава, яка фінансує дефіцит держбюджету за рахунок облігацій та казначейських зобов'язань; 4) інвестиційні фонди, які формують капітал тощо
Торговці	Отримання прибутку (як правило в короткостроковій перспективі) від зміни курсової вартості або від нарахувань за цінним папером	Фінансові посередники, які здійснюють операції купівлі-продажу цінних паперів (будь-яких), відповідно до власних цілей, за власний рахунок або за дорученням клієнта

Продовження табл. 1.3.

Інвестори	Отримання довгострокового прибутку внаслідок участі в управлінні підприємством та впливу на його діяльність	Суб'єкти, що здійснюють купівлю-продаж цінних паперів, як правило на середньо- та довгостроковий період. Частіше за все їх цікавлять крупні пакети акцій або інших цінних паперів, що дають можливість безпосередньо впливати на діяльність емітента. Окремим підвидом є венчурні інвестори, які вкладають кошти в цінні папери інноваційних компаній, приймаючи на себе великий ризик, проте розраховуючи на значну рентабельність у випадку виправдання інновації
Організатори	Організація операцій з цінними паперами, систематизація ринкової інформації для підвищення функціонування ринку в цілому	Суб'єкти, що організовують та обслуговують операції з цінними паперами (фондові біржі, саморегульовані організації, депозитарії, зберігачі а також комерційні банки). В той же час незважаючи на свій «допоміжний» статус, вони мають великий вплив на вартість цінних паперів, оскільки забезпечують інформаційний супровід операцій, формують рейтинги цінних паперів, проводять вхідний та поточний контроль за цінними паперами, покупцями та продавцями, чим впливають на загальну кон'юнктуру ринку
Контролери	Забезпечення дотримання вимог законодавчо-нормативної бази в сфері цінних паперів, правил чесної конкуренції, контроль за фінансовою стабільністю інших суб'єктів	Органи державної влади, що здійснюють ліцензування суб'єктів операцій з цінними паперами, контролюють дотримання вимог законодавства в сфері цінних паперів на ринку. В Україні це Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг, Антимонопольний комітет (в межах своїх повноважень), Державний комітет з фінансового моніторингу (в межах своїх повноважень)

Як показав аналіз існуючого законодавства у сфері обігу цінних паперів в Україні, деякі функції, що притаманні цінним паперам у економічно розвинених країнах, вітчизняними фондовими інструментами або виконуються у досить скороченому вигляді або не виконуються взагалі (мається на увазі функціонування строкового ринку цінних паперів та обіг деривативів). Саме даний фактор, на наш погляд, є основною причиною обмеженості операцій, які здійснюються з цінними паперами в Україні.

Що стосується суб'єктів економічних відносин у сфері обігу цінних паперів, то варто зазначити, що всі групи суб'єктів представлені досить повно, а деякі характеризуються навіть надмірною кількістю суб'єктів.

Зокрема, група контролерів, на наш погляд, містить забагато органів державного регулювання, що призводить до надмірної зарегульованості ринку та стримує його розвиток.

Варто зазначити, що необхідною умовою ефективного обігу різних видів цінних паперів є організація функціонування ринку цінних паперів шляхом створення відповідних інституцій, інфраструктури, інформаційного та нормативно-правового поля. Саме тому в наступному підрозділі дисертаційної роботи ми розглянемо місце цього ринку в структурі фінансового ринку та специфіку його функціонування в Україні.

1.2. Ринок цінних паперів: місце в структурі фінансового ринку та проблеми розвитку в Україні.

Ринкова економіка функціонує ґрунтуючись на кількох ключових соціально-економічних системах, однією з яких є фондовий ринок. За його сприяння акумулюється капітал для інвестування у соціальну і виробничу сферу, проходить структурна реорганізація економіки, суттєво спрощується рух капіталу, а це наближає вітчизняну економіку до ринкових ідеалів.

У свою чергу, ринок цінних паперів є підсистемою більш загальної системи – «фінансового ринку». Для кращого розуміння сутності ринку цінних паперів потрібно спершу розглянути сутність фінансового ринку, що дасть змогу визначити місце ринку цінних паперів у структурі фінансового ринку.

Трактування фінансового ринку та його структури в науковій літературі не є однозначним. Зокрема можна виділити наступні підходи:

1. Фінансовий ринок як сукупність певних ринкових інститутів. Даний підхід, на наш погляд, не враховує сукупність економічних відносин у сфері фінансів, що відбуваються поза межами цих інститутів. Це

особливо актуально для країн, що розвиваються, де, наприклад, неорганізований ринок цінних паперів займає дуже велику питому вагу у сукупному обсязі операцій з цінними паперами.

2. Фінансовий ринок як сукупність відносин. В межах даного підходу, на нашу думку, не враховується системність взаємозв'язків між суб'єктами ринку.
3. Фінансовий ринок як механізм перерозподілу фінансових ресурсів. Таке розуміння фінансового ринку, з нашої точки зору, дещо звужує перелік можливих інструментів, що можуть на ньому застосовуватися (адже не всі інструменти фінансового ринку стосуються фінансових ресурсів).
4. Фінансовий ринок як місце купівлі-продажу фінансових ресурсів або активів. З огляду на зростаючу дематеріалізацію фінансових інструментів, зокрема цінних паперів, та зростання популярності електронних форм торгівлі фінансовими активами стає дуже важко визначити конкретне місце проведення такої торгівлі. Окрім цього, даним підходом не враховується неорганізований ринок цінних паперів.
5. Фінансовий ринок як система економічних відносин з приводу формування попиту та пропозиції на фінансові послуги. Порівняно з іншими підходами, даний підхід, на наш погляд, найбільш повно відображає сутність фінансового ринку. Проте ми вважаємо, що при такому трактуванні фінансовий ринок буде охоплювати частину економічних відносин, які не мають безпосереднього відношення до фінансового ринку, проте впливають на формування попиту та пропозиції на фінансові послуги (наприклад, зростання зайнятості населення призводить до зростання споживання в країні, що, в свою чергу, обумовлює потребу у додаткових обсягах фінансування виробництва, а отже, створює додатковий попит на фінансові

ресурси, проте економічні відносини в сфері зайнятості навряд чи можна віднести до фінансового ринку).

Найбільш поширені визначення сутності фінансового ринку та його структури в межах зазначених нами підходів представлені у додатку Б.

Аналіз визначень, представлених у додатку Б дозволяє зробити висновок, що **фінансовий ринок – це система ринків, на яких зосереджується попит та пропозиція на різні за своїм характером фінансові активи**. Основними його складовими слід вважати кредитний ринок, валютний ринок та ринок цінних паперів.

У науковій літературі погляди на сутність ринку цінних паперів не однозначні. Зокрема Ю.Я. Кравченко, Г.С. Вечканов, Г.Р. Вечканова, Т.Б. Бердникова, А.Н. Буренін трактують ринок цінних паперів як частину фінансового ринку, яка охоплює кредитний ринок і ринок пайового капіталу [18, 19, 20]. Іншої думки про сутність ринку цінних паперів дотримуються Н.І. Берзон, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко, В.А. Галанов, О.Б. Стародубцева, Л.А. Солонська, Л.Н. Іванова, Н.В. Огорелкова, Т.А. Батяєва, І.І. Столяров. У працях даних вчених ринок цінних паперів розуміється як ринок, на якому торгують спеціальним товаром – цінними паперами [62, 67, 78, 81, 92]. Від зазначених підходів до розуміння сутності ринку цінних паперів відрізняється підхід, який представлений у працях Калини А.В., Корнєєва В.В., Кошєєва А.А., Кузнєцової Н.С., Назарчука І.Р., Павлова В.І., Пилипенко І.І., Кривов'язок І.В та полягає у визначенні ринку цінних паперів як системи концентрації інвестиційного капіталу.

Зважаючи на різноманітність сучасних видів цінних паперів та функцій, які вони виконують, можна констатувати, що визначення змісту ринку цінних паперів не обмежується лише обґрунтуванням типу капіталу, що на ньому обертається. Тому в подальшому ми будемо трактувати **ринок цінних паперів як ринок, на якому формується попит та пропозиція на цінні папери**.

Функції, що виконує ринок цінних паперів, представлені на рис. 1.4.

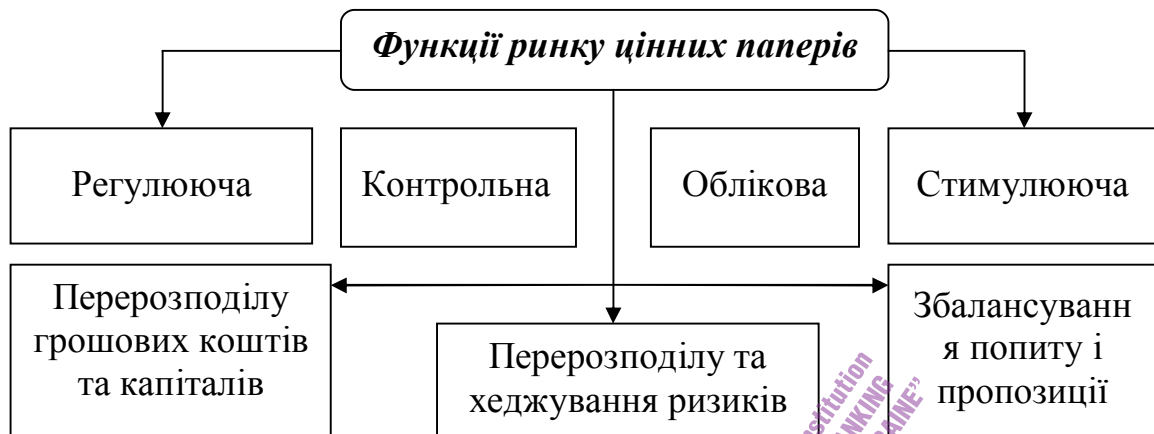


Рис. 1.4. Функції ринку цінних паперів

(складено автором на основі [18, 19, 20, 62, 67, 78, 81, 92])

Важливо відзначити, що в межах ринку цінних паперів можна виділити дві складові – організовану та неорганізовану.

Неорганізований ринок характеризується стихійністю та непрозорістю, переважанням неринкових законів та слабкою прогнозованістю.

Організований – це ринок, на якому існують певні організатори торгів (біржі або саморегульовані організації). Вони встановлюють певні правила діяльності на ринку, ведуть статистичний облік операцій з цінними паперами, забезпечують організаційну, інформаційну, аналітичну підтримку суб'єктів ринку, встановлюють певні вимоги до емітентів та торговців. Загалом, саме розвинутий організований ринок цінних паперів створює реальні ринкові умови для кругообігу капіталу в країні, стимулює притік іноземних інвестицій, збільшує прозорість та ефективність економіки в цілому.

Потреба у формуванні організованих ринків цінних паперів виникла в зв'язку з ускладненням економічних відносин, що формувалися в процесі провадження операцій з цінними паперами. Прототипом організаторів торгівлі (бірж) були зібрання торговців на місцевих площах, в спеціальних

залах, приміщеннях, перед прилавками мінял, що почали з'являтися наприкінці XV – на початку XVI ст. В час становлення фондового ринку торгові місця спеціалізувалися за окремими видами цінних паперів, які на них торгувалися. Зокрема, у м. Брюгге та м. Генуя працював вексельний ринок, у м. Лейпциг – ринок акцій рудних шахт, у м. Венеція та м. Флоренція проводилася торгівля облігаціями державних запозичень. Проте першою біржою в сучасному розумінні даного терміну стала біржа у м. Амстердам. Особливістю амстердамської біржі, що виникла на початку XVII ст., було те, що вона однією з перших ввела в обіг акції. У XVIII ст. кількісна номенклатура цінних паперів, що котирувалися та оберталися на Амстердамській біржі, дорівнювало 44, серед них найбільшу частку займали державні облігації та акції. Амстердамська біржа з початку заснування і до теперішнього часу має універсальний характер, тобто по'єднує в собі валютну, фондову та товарну біржі.

В Англії (Великобританії) біржі почали виникати разом з початком промислового перевороту. Суттєве розширення торгівлі акціями і облігаціями у промислових центрах Британського королівства вимагало організації проведення торгівлі, і, у результаті, в 1770 р. була утворена Лондонська фондова біржа [97].

У Сполучених Штатах Америки найперша фондова біржа почала працювати у Філадельфії у 1791 р., а в 1792 р. була утворена Нью-Йоркська фондова біржа – яка є найбільшою у світі за обсягом торгівлі біржою сучасності [88].

У XVI – XVIII ст. були сформовані біржі у м. Антверпен, м. Ліон, м. Франкфурт-на-Майні, м., Лейпциг, м. Гамбург та у м. Тулуза [88].

В Російській імперії самою першою біржею стала Петербурзька фондова біржа, що була утворена у 1703 р. Петром I. На цій біржі котирувалися спочатку державні облігації й іноземні векселі, а починаючи із 1827 р., – акції.

На території сучасної України біржі виникли набагато пізніше: у 1796 р. було відкрито Одеську біржу, у 1869 р. – Київську, у 1876 р. – Харківську, у 1885 р. – Миколаївську. Загалом станом на кінець 1913 р. на території Російської імперії функціонувало 90 бірж. На Київській біржі у здійснювалися операції переважно з акціями цукрових заводів, корпоративними та державними борговими цінними паперами, векселями, заставними листами, золотом та сріблом. На біржі у м. Київ були сформовані специфічні сектори ринку цінних паперів місцевих кредитно-фінансових закладів, машинобудівних та чавуноплавильних заводів. У 1990-х роках був сформований чітко виражений вторинний ринок цінних паперів банків, цукрових заводів а також промислових товариств. У першій декаді ХХ ст. внаслідок нарощування експорту цукру виникли особливі цінні папери, в основу яких були покладені права на вивіз цукру і які мали ознаки строкових угод [81].

В сучасній економіці фондовий ринок є найдосконалішою формою розвитку товарно-грошових відношень. За гармонійного розвитку, налагодженого нормативно-правового забезпечення механізму захисту інтересів усіх його учасників та розвинутої інфраструктури (інвесторів, емітентів, посередників) він є потужним прискорювачем соціально-економічного розвитку будь-якої країни.

Фондовий ринок є багатогранною соціально-економічною системою, на базі якої функціонує ринкова економіка в цілому. Він сприяє накопичуванню капіталу для інвестицій до виробничої і соціальної сфер, структурній перебудові економіки, стабільно позитивній динаміці соціально-економічної структури суспільства, підвищенню добробуту кожної людини шляхом збезпечення володіння та вільного розпорядження цінними паперами, а також психологічній готовності населення країни до ринкових відносин.

Слід зазначити, що в науковій літературі поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» часто вживаються як синоніми [81, 85, 90, 98, 100, 127]. Оскільки завданням нашого дисертаційного дослідження не є виявлення

розбіжностей між цими економічними категоріями, то ми також будемо їх ототожнювати.

На фондових ринках формуються початкові критерії щодо оцінки ефективності нових вкладень, здійснюється економічний та організаційний контроль за ефективною діяльністю публічних акціонерних товариств. Це особливо важливо для «захисту» бізнесу від наслідків комерційного ризику в сучасних умовах, різких змін у структурі світового економічного господарства, стрибків у динаміці цін на товари, відсоткових ставок, курсів валют.

Ринки цінних паперів (а особливо короткострокові) грають важливу роль в регулюванні грошового обігу і кредиту. Досвід останніх десятиріч в промислово розвинених країнах свідчить, що існування розгалуженої мережі фондових ринків в багатьох випадках може стримувати розвиток інфляційних процесів. Це пов'язано з тим, що наявність великої кількості різних цінних паперів допомагає зв'язати частину непотрачених грошових ресурсів споживачів, перевести їх зі стану незадоволеного поточного попиту в стан, що забезпечує їх збереження. Через недостатній розвиток або відсутність ринку цінних паперів може виникати проблема розміщення державних позик, обумовлена дефіцитом держбюджету.

Успішне функціонування економіки в ринкових умовах неможливе без розвинутого та стійкого ринку цінних паперів. Для стабілізації фінансової системи в зв'язку з обмеженістю грошових ресурсів держави постає необхідність забезпечення розширеного відтворення через залучення та “перелив” коштів через ринок цінних паперів. Розвиток фондового ринку є своєрідним індикатором пом'якшення економіки та успішного проведення ринкових економічних реформ.

На даний час в економічно розвинених країнах ринки цінних паперів є найбільш динамічними елементами фінансової системи. На нових ринках цінних паперів оборот зростає в багато разів швидше, ніж обсяг операцій на товарних ринках і на більш традиційних ринках комерційного і банківського

кредиту. Із ускладненням господарського механізму функції ринків цінних паперів стають все більш різноманітнішими. Система таких ринків формує необхідну й важливу компоненту сучасного механізму соціально-економічного регулювання.

Так, у промислово розвинених країнах рух капіталів, перерозподіл матеріальних і трудових ресурсів між різними галузями (секторами) виробництва найчастіше опосередковується на ринках цінних паперів. В таких умовах, коли великі обсяги капіталу виявляються зв'язаними тривалий період в тій або іншій продуктивній формі, ринки цінних паперів надають економіці тієї гнучкості та мобільності, котра забезпечує можливість оперативного переливу ресурсів з одних секторів економіки в інші та здійснення структурної перебудови економіки. На відміну від інших сегментів фінансових ринків, тільки фондові ринки (ринки цінних паперів) є найбільш дійовим інструментом розподілу та перерозподілу капіталу компаній між галузями (секторами).

Продовжуючи характеристику ринку цінних паперів, слід зазначити, що *структуризація ринку цінних паперів залежить від виду операцій, об'єктів та суб'єктів ринку* (табл. 1.4).

Український фондовий ринок є порівняно молодим, оскільки власну історію починає з 1991 року з прийняття Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» [126]. До 1995 р. ринок перебував у стадії зародження і лише з цього періоду почав набувати ознак організованого та керованого ринку. Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку було створено окремим Указом Президента України, в якому було визначено її завдання, функції, права, повноваження, відповідальність та відносини з іншими органами державної влади з питань регулювання і контролю ринку цінних паперів. Основні завдання вищезазначеної комісії було визначено Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [114].

Структура ринку цінних паперів (складено автором на основі [81, 87, 96, 96])

Критерій класифікації	Сектори фондового ринку
Етап життєвого циклу цінного паперу	- первинний ринок; - вторинний ринок
Рівень організації торгівлі	- організований ринок: <ul style="list-style-type: none"> • біржовий; • позабіржовий; - неорганізований ринок
Вид активу, що лежить в основі ЦП	- ринок пайових цінних паперів; - ринок боргових цінних паперів; - ринок похідних цінних паперів
Наявність посередників	- ринок, на якому операції з цінними паперами відбуваються через брокера, дилера або інституціонального інвестора; - ринок, на якому операції з цінними паперами відбуваються безпосередньо між покупцем і продавцем
Емітенти цінних паперів	- ринок державних цінних паперів; - ринок муніципальних цінних паперів; - ринок корпоративних цінних паперів
Територіальне охоплення	- місцевий фондовий ринок; - національний фондовий ринок; - міжнародний фондовий ринок
Переважаюча стратегія торговців ринку	- ринок «биків»; - ринок «ведмедів»; - ринок «кабанів»
Термін здійснення угоди з цінними паперами	- ринок «спот»; - ринок «форвард» або строковий ринок

Наступним кроком по впорядкуванню та організації вітчизняного фондового ринку стало прийняття ПУ Указу «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку». Відповідно до якого, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку входила до центральних органів виконавчої влади, була підпорядкована Президентові України та підзвітна Верховній Раді України [126].

У 2002 р. з метою наступного удосконалення державного регулювання фондового ринку, визначення дієвого механізму реалізації Комісією з цінних паперів та фондового ринку своїх повноважень і у зв'язку із додатковими функціями, що на неї покладені Законами України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [120], «Про обіг

векселів в Україні» [121] і «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [124], ПУ видано Указ «Про додаткові заходи щодо вдосконалення діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку».

Цим указом було передбачено:

- закріплення певних відповідних повноважень за даною Комісією із урахуванням прийнятих за останній час законів України;
- вдосконалення структури Комісії;
- впровадження розподілу повноважень між Комісією, її центральним апаратом і її територіальними управліннями;
- розробка та затвердження нового положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку [114].

На сьогодні, український фондовий ринок з точки зору регулювання є доволі організованим. Що ж стосується інституційного розвитку ринку, то він відбувався достатньо стрімко і триває до даного часу. Першою серед організаторів торгівлі стала Українська фондова біржа, що була заснована у 1991 році, хоча її попередником вважається Київська біржа, що була утворена 1865 року. Проте такий статус першопроходця не допоміг Українській фондовій біржі утримати провідні позиції посеред організаторів торгівлі, за підсумками 2008 р. лідером серед яких була фондова біржа ПФТС, частка якої в обсязі виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі склала 90,02% [56].

На сьогодні фондовий ринок є хорошою альтернативою для підприємств реального сектору економіки в контексті залучення коштів, відкриває широкі можливості для страхування цілого ряду ризиків. Також на ринку цінних паперів великою мірою оцінюється вартість суб'єктів господарювання. В той же час, ринок цінних паперів представляє досить великий інтерес для професійних учасників, перш за все торговців цінними паперами, для яких основною метою є не залучення коштів, а отримання прибутку від операцій з цінними паперами.

Розвиток українського фондового ринку в останні роки проходив досить успішно, про що свідчать дані табл. 1.5 та 1.6.

Таблиця 1.5

Обсяг і структура виконаних біржових угод (за типами фінансових інструментів) на організаторах торгівлі в Україні у 2005 – 2009 рр. [53, 54, 55, 56, 57]

Вид цінного паперу	Роки									
	2005		2006		2007		2008		2009	
	млрд грн.	%	млрд грн.	%	млрд грн.	%	млрд грн.	%	млрд грн.	%
Акції	4,48	27,27	6,95	23,92	13,61	38,73	11,82	31,30	13,54	37,60
ОВДП	3,88	23,62	8,51	29,29	2,77	7,88	8,55	22,64	7,88	21,88
Облігації підприємств	6,54	39,81	12,13	41,76	17,36	49,40	16,61	43,99	7,07	19,64
Облігації місцевих позик	0,67	4,08	0,99	3,41	0,79	2,25	0,46	1,22	0,03	0,08
Інвестиційні сертифікати	0,18	1,10	0,33	1,14	0,43	1,22	0,20	0,53	7,14	19,83
Деривативи	0,68	4,14	0,09	0,31	0,05	0,14	0,12	0,32	0,05	0,14
Інші	0,00	0,00	0,05	0,17	0,13	0,37	0,00	0,00	0,30	0,83
Усього	16,43	100,00	29,05	100,00	35,14	100,00	37,76	100,00	36,01	100,00

Як демонструє табл. 1.5, питома вага операцій на організованому ринку цінних паперів є досить невеликою, що вважається однією з основних проблем розвитку українського фондового ринку. Як наслідок, ринкові закони та моделі або не спрацьовують зовсім, або функціонують неповністю, з певними обмеженнями.

Загалом, відношення виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі до виконаних договорів торговцями цінними паперами у 2008 р. склало 4,27%, а у 2009 р. – 3,37% [57].

За окремими групами інструментів дане відношення у 2009 р. склало:

- щодо операцій з акціями – 2,88%;
- щодо облігацій підприємств – 7,96%;

- щодо інвестиційних сертифікатів – 8,71%;
- щодо державних облігацій – 4,55%;
- щодо облігацій місцевих позик – 9,36%;
- щодо деривативів – 50,00% (рис.1.5).

Таблиця 1.6

Обсяг та структура виконаних договорів торговцями цінних паперів в Україні (за видом фінансового інструменту) у 2004 – 2009 рр.

[53, 54, 55, 56, 57]

Вид цінного паперу	Роки									
	2005		2006		2007		2008		2009	
	млрд. грн.	Питома вага, %	млрд. грн.	Питома вага, %	млрд. грн.	Питома вага, %	млрд. грн.	Питома вага, %	млрд. грн.	Питома вага, %
Акції	179,79	44,53	225,65	45,79	283,54	37,59	352,82	39,94	470,73	44,11
Векселі	133,12	32,97	142,23	28,86	212,64	28,19	191,84	21,72	268,76	25,18
Депозитні сертифікати НБУ	18,57	4,60	1,08	0,22	14,85	1,97	15,94	1,80	0,00	0,00
Державні облігації	27,32	6,77	40,85	8,29	59,86	7,94	62,49	7,07	98,99	9,28
Облігації підприємств	32,62	8,08	62,38	12,66	134,73	17,86	205,21	23,23	81,13	7,60
Ощадні сертифікати	2,37	0,59	3,10	0,63	3,20	0,42	7,68	0,87	70,35	6,59
Інвестиційні сертифікати	5,72	1,42	14,24	2,89	40,43	5,36	43,94	4,97	76,31	7,15
Деривативи	2,02	0,50	0,26	0,05	0,15	0,02	0,27	0,03	0,10	0,01
Облігації місцевих позик	2,23	0,55	2,85	0,58	4,31	0,57	2,20	0,25	0,66	0,06
Іпотечні цінні папери	0,00	0,00	0,11	0,02	0,56	0,07	0,67	0,08	0,10	0,01
Заставні цінні папери	0,00	0,00	0,03	0,01	0,04	0,01	0,36	0,04	0,14	0,01
Усього	403,76	100,00	492,78	100,00	754,31	100,00	883,42	100,00	1067,27	100,00

Підвищена питома вага організованого ринку деривативів обумовлюється складністю їх застосування та правової підтримки, що змушує багатьох торговців звертатися до послуг організаторів торгівлі. Крім того, покупців на такі, досить екзотичні для України, інструменти легше знайти саме серед професійних торговців, основним місцем професійної діяльності яких є саме організатори торгівлі цінними паперами.

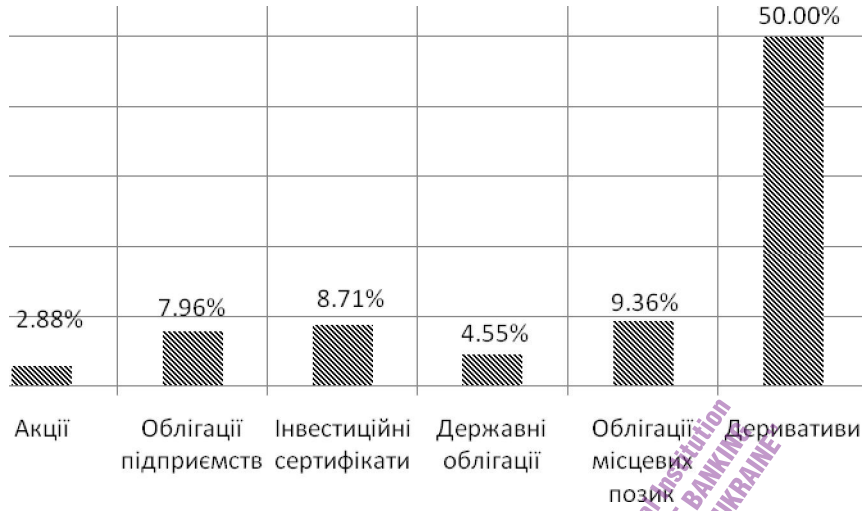


Рис. 1.5. Питова вага операцій, що проходять на організованому фондовому ринку України за видами цінних паперів (станом на 01.01.2010р.) [53, 54, 55, 56, 57]

Загальну динаміку розвитку організованого фондового ринку в Україні в 2004-2009 рр. демонструє рис. 1.6

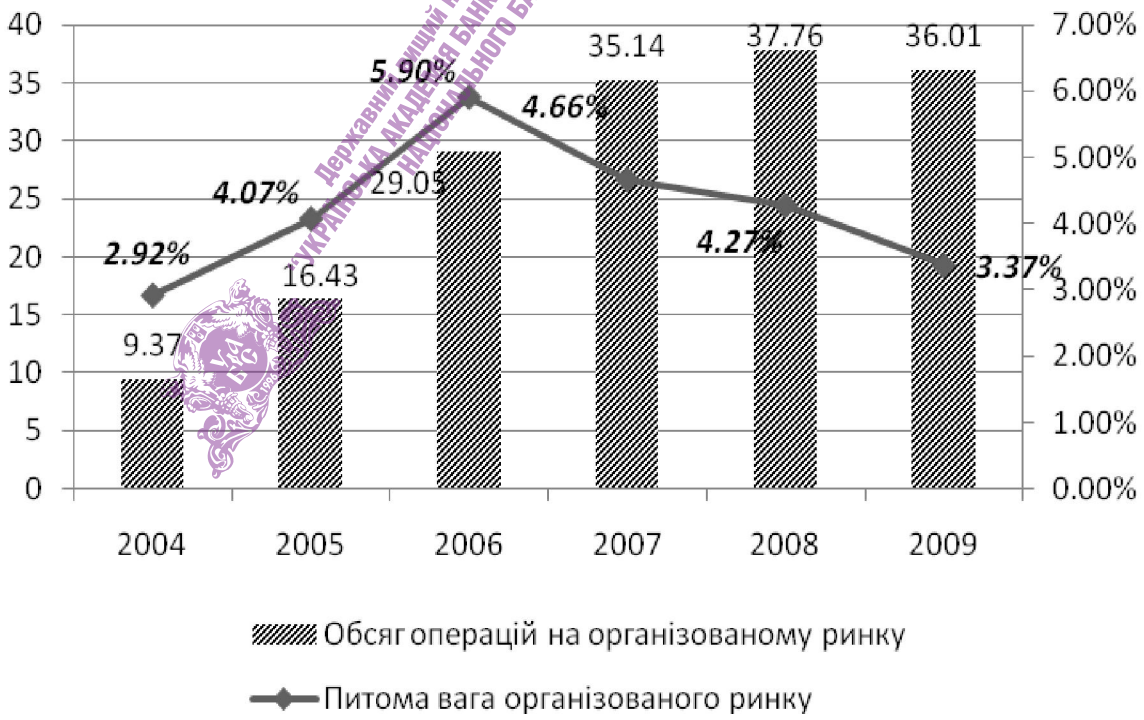


Рис. 1.6. Динаміка розвитку організованого фондового ринку в Україні у 2004-2009 рр. [53, 54, 55, 56, 57]

Хоча протягом 2004-2009 рр. і відбувалося зростання обсягу операцій на організованому фондовому ринку, проте частка операцій на цьому ринку у загальному обсязі операцій з цінними паперами зростала лише до 2006 р., а потім скоротилася майже до рівня 2004 р.

Отже, популярність вітчизняного фондового ринку серед суб'єктів національної економіки є доволі низькою. Низька питома вага обсягів операцій на організованому ринку у загальному обсязі національного фондового ринку (3,37%) говорить про переважання неринкових механізмів, які впливають на кон'юнктуру та ціноутворення цінних паперів в Україні, що, в свою чергу, знижує ефективність ринку в цілому.

З точки зору портфельного менеджменту найбільший інтерес для інвестора буде представляти організований ринок як більш прозорий, ліквідний та прогнозований. Тому далі логічним буде розглянути **структуру та індикатори розвитку організованого ринку цінних паперів в Україні**.

На сьогодні організований ринок цінних паперів в Україні складається з 11 бірж та саморегульованих організацій (рис. 1.7). Найбільшу питому вагу серед організаторів торгівлі за обсягом операцій має фондова біржа ПФТС – 38,75% (а до 2009 р. – понад 90% усіх торгів на організаторах торгівлі). На сьогодні фондова біржа ПФТС є організаційним, програмно-апаратним, технічним та нормативним комплексом.

На ПФТС Фондом державного майна проводяться аукціони з реалізації цінних паперів державних підприємств. Також на даній біржі активно проводяться операції первинного розміщення цінних паперів підприємств (ІРО). З огляду на це, в межах даного дисертаційного дослідження ми будемо використовувати дані саме ПФТС для аналізу та характеристики організованого ринку цінних паперів України в цілому.

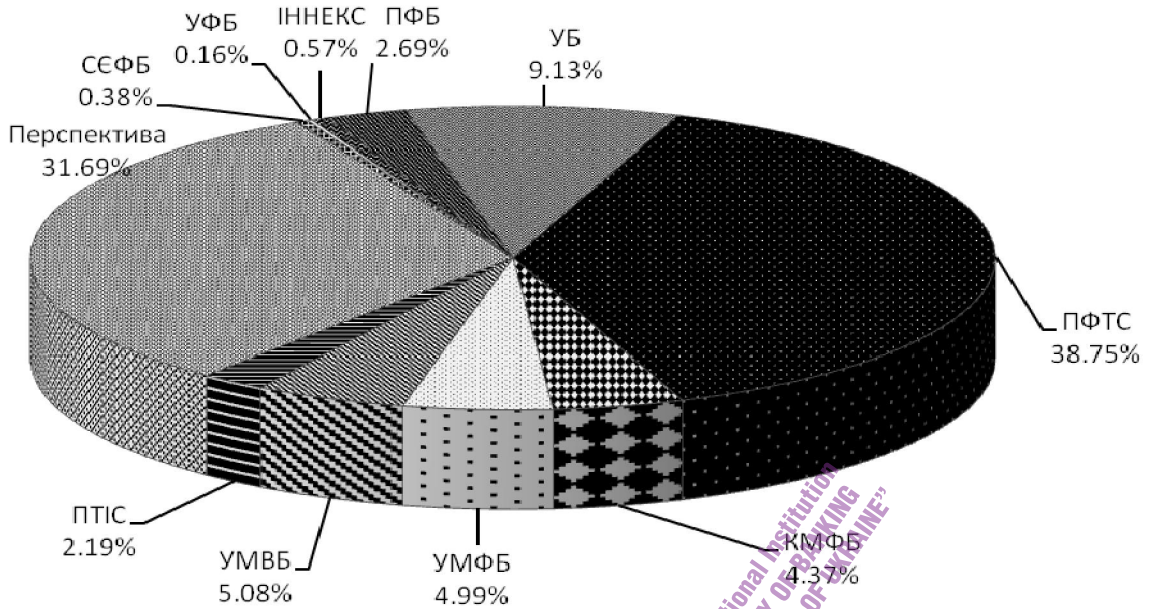


Рис. 1.7. Розподіл обсягів виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі в Україні у 2009 р. [57]

Усі цінні папери, що включені до біржового списку ПФТС поділені за галузями відповідно до загальноприйнятої у світі класифікації. Структура цінних паперів у лістингу ПФТС за галузями представлена на рис. 1.8.

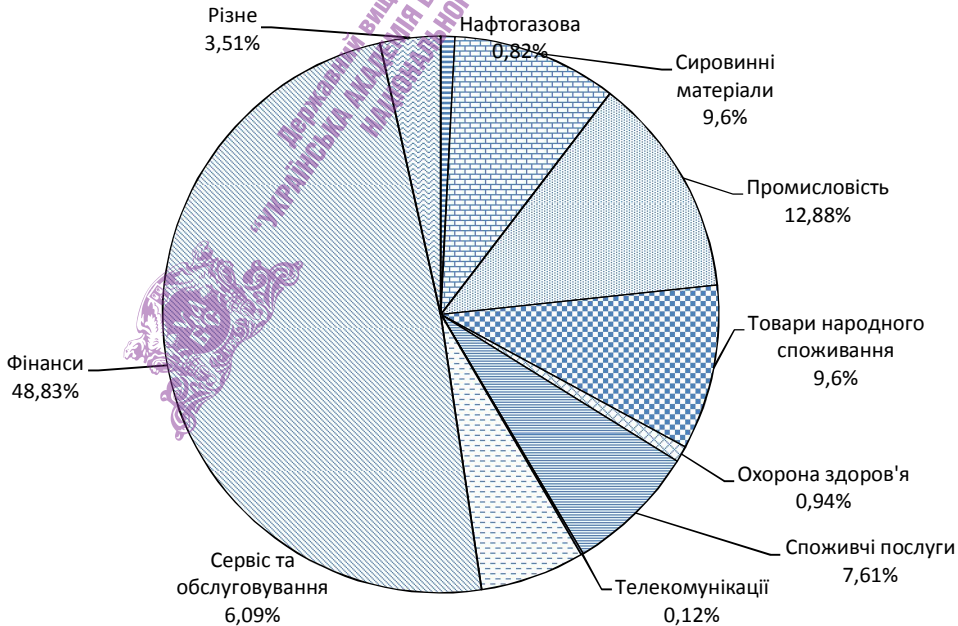


Рис. 1.8. Галузева структура цінних паперів України у лістингу ПФТС станом на 17.08.2009 р. [57]

Як видно з рис. 1.8, половину всіх цінних паперів займають папери емітентів, що належать до фінансово-банківського сектору – акції та облигації комерційних банків, інвестиційні сертифікати інститутів спільного інвестування та інші цінні папери фінансових організацій. Така ситуація може свідчити про те, що українськими підприємствами виробничого сектору фондовий ринок все ще не сприймається як джерело додаткових коштів та спосіб підвищення капіталізації. Це пояснюється насамперед тим, що на підприємствах відсутні спеціалісти відповідної кваліфікації, що здатні правильно організувати діяльність фірми на фондовому ринку, а послуги спеціалізованих брокерських компаній коштують досить дорого. Іншою причиною є незвичність та екзотичність біржових операцій для певних підприємств, тому вони надають перевагу банківському кредитуванню через більшу довіру до банків. Також свою роль відіграє недосконалість вітчизняного законодавства щодо захисту прав інвесторів. Це відкриває широкі можливості для проведення махінацій на фондовому ринку, а отже в цілому підвищує ризикованість операцій з цінними паперами. Банки та фінансові компанії внаслідок специфіки своєї діяльності почують себе вільніше та спокійніше на фондовому ринку, оскільки мають і необхідний штат фінансових спеціалістів, і юридичну підтримку. Крім того, значна кількість фінансових організацій входить до різноманітних фінансово-промислових груп, що надає їм підтримку одночасно з боку банків, страхової компанії, інвестиційної компанії. Таким чином, можна зробити висновок, що на даний момент лише фінансові установи у достатній мірі використовують можливості та інструменти фондового ринку для організації поточної діяльності. Серед інших суб'єктів національної економіки він набув популярності лише як місце, де можна залучити додаткові кошти або підвищити капіталізацію.

Галузева структура акцій українських емітентів є нерівномірною, що продемонстровано на рис. 1.9.

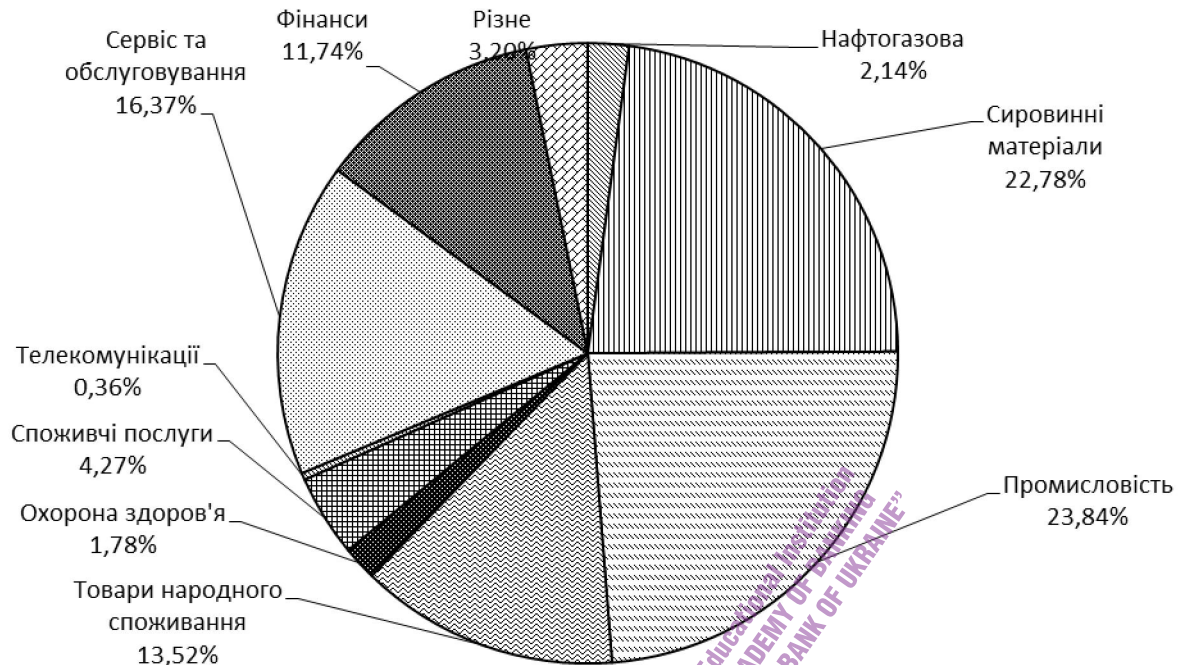


Рис. 1.9. Галузева структура акцій українських емітентів у лістингу ПФТС станом на 01.10.2010 р.[6]

З рис. 1.9 видно, що найбільшу питому вагу у лістингу ПФТС мають акції промислових підприємств та підприємств добувної галузі (23,84% та 22,78% відповідно). Така ситуація є досить логічною, оскільки історично склалося, що дані галузі є найбільш розвинутими, саме в них зосереджено основні обсяги українського капіталу, відповідно саме вони використовують якомога більше можливостей для збільшення власної капіталізації. Крім цього, більшість з цих підприємств – колишні радянські підприємства, найбільш ефективним способом приватизації яких було перетворення на акціонерні товариства з подальшим розміщенням акцій на фондовій біржі.

Ще більші галузеві диспропорції спостерігаються у секторі боргових цінних паперів, зокрема облігацій. Аналіз даних, представлених на рис.1.10, дозволяє дійти висновку, що більше половини облігацій випущено емітентами, що належать до фінансового сектору вітчизняної економіки. Це може свідчити про нестачу грошей населення – традиційного джерела коштів фінансових організацій, особливо банків.

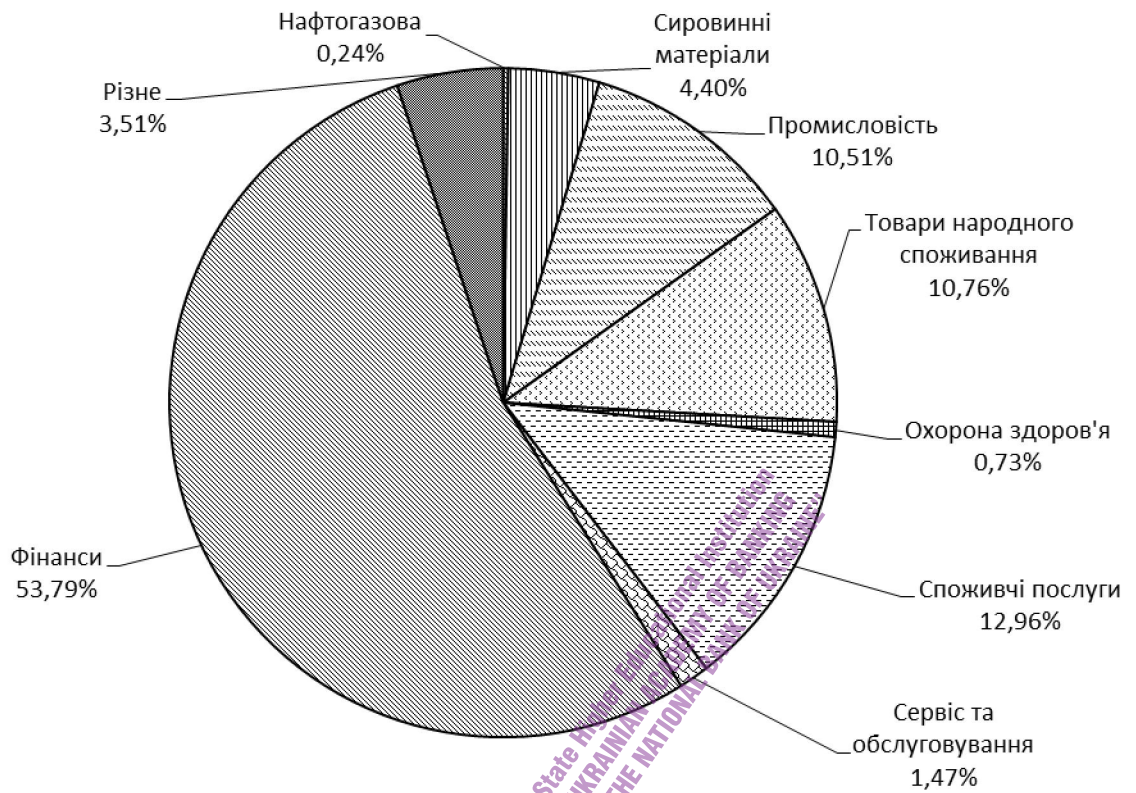


Рис. 1.10. Галузева структура корпоративних облігацій у лістингу ПФТС станом на 01.10.2010 [6]

Така ситуація, скоріше за все, викликана початком фінансової кризи та масовим відтоком вкладів населення. Банки та інші фінансові організації змушені були вийти на фондовий ринок у пошуках коштів для покриття розривів ліквідності.

Аналіз даних, представлених на рис.1.11 та рис. 1.12, дозволяє дійти висновку, що найбільшою є кількість операцій з акціями підприємств, але ці операції незначні за обсягами (на 92,64% всіх операцій з цінними паперами на ПФТС припадає лише 28,37% за обсягами). У той же час, велика питома вага обсягів операцій з корпоративними облігаціями (46,72%) за незначної їх кількості говорить про те, що на фондовому ринку проводяться досить значні запозичення невеликою кількістю підприємств.

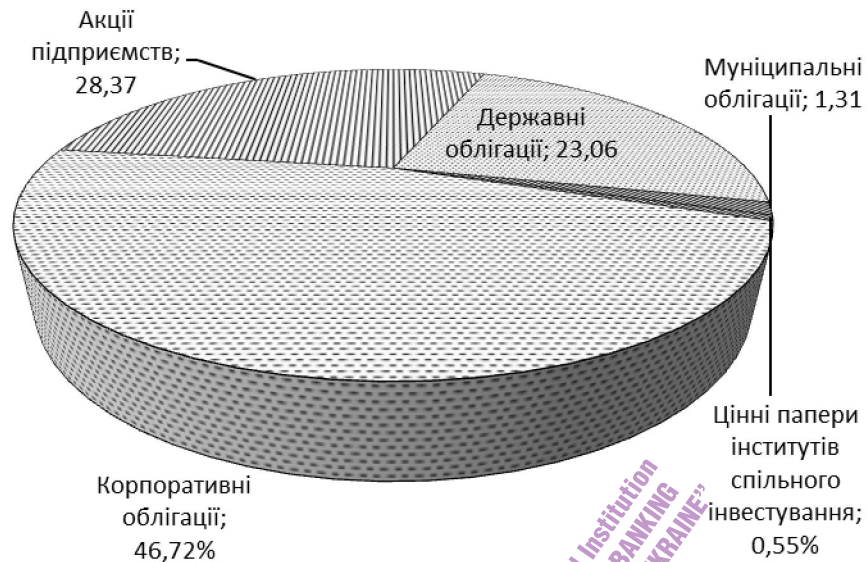


Рис. 1.11. Вартісна структура торгів на ПФТС за обсягом операцій протягом 2008 р. [56]

Значна кількість невеликих за обсягом операцій з акціями може свідчити також про велику активність торговців цінними паперами, які заробляють на спекулятивних операціях з акціями.

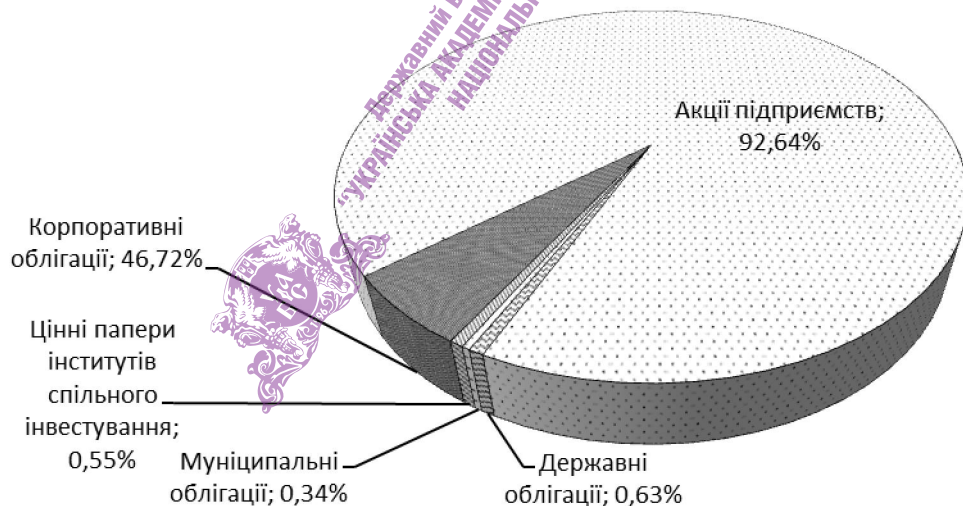


Рис. 1.12. Кількісна структура торгів на ПФТС за кількістю операцій протягом 2008 р. [56]

В середньому питома вага торговців цінними паперами (крім комерційних банків та інвестиційних компаній) склала близько 60% у 2008

р., тому можна сказати, що саме вони мають визначальний вплив на ситуацію на фондовому ринку України (рис. 1.13).

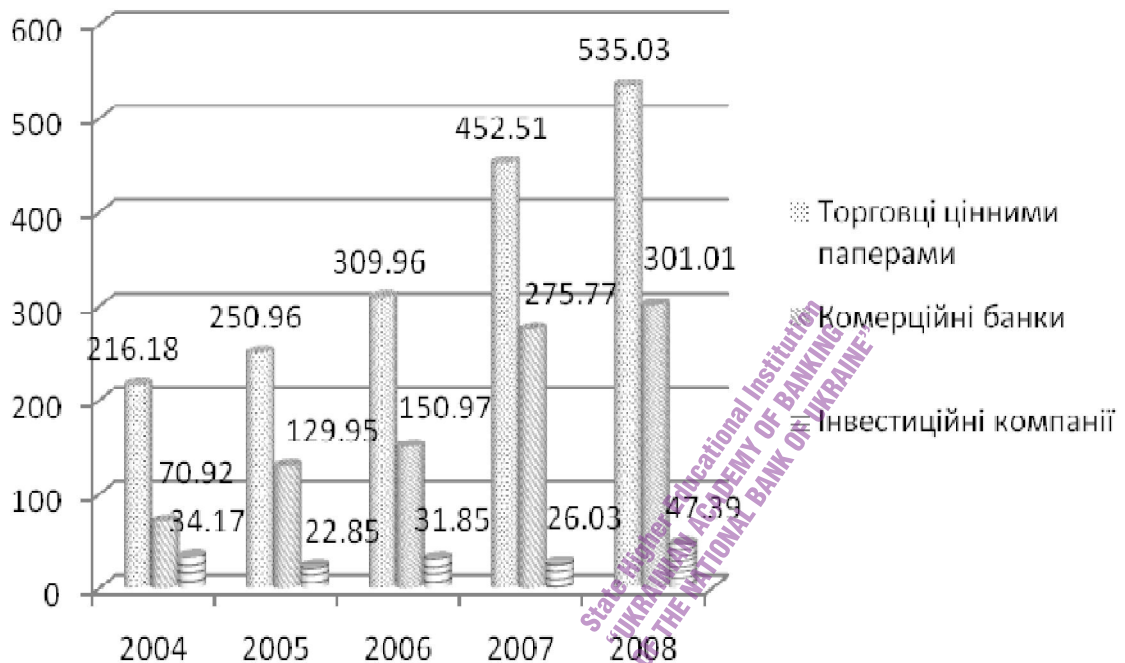


Рис. 1.13. Обсяги виконаних договорів торговцями цінних паперів (за видами торговців) на фондовому ринку України у 2004-2008 рр., млрд. грн. [53, 54, 55, 56]

Отже, незважаючи на позитивну динаміку основних показників розвитку вітчизняного фондового ринку, його якісні характеристики знаходяться ще на низькому рівні, що перешкоджає йому ефективно виконувати функції, пов'язані із залученням та перерозподілом інвестиційних ресурсів для забезпечення стабільного економічного розвитку.

Стосовно проблем розвитку фондового ринку України, переважна їх більшість має організаційний характер, тобто стосується організаційної складової ринку цінних паперів. Узагальнимо існуючі негативні фактори, що гальмують подальший розвиток фондового ринку України.

Однією з головних проблем розвитку фондового ринку є недосконалість законодавства у сфері регулювання діяльності на ринку цінних паперів, через що спостерігаються численні порушення прав

інвесторів. Зокрема, законодавча неврегульованість зумовлює низький рівень корпоративного управління в акціонерних товариствах та порушення у сфері реєстрації прав власності. Так, за оцінкою ДКЦПФР, найтипівішими порушеннями є:

- ведення реєстрів утримувачів (власників) цінних паперів без спеціального дозволу ДКЦПФР;
- невчасне оформлення (переоформлення) прав власності на іменні цінні папери;
- порушення термінів і порядку відкритої передплати за акції;
- невчасне розкриття інформації про економічну діяльність емітентів цінних паперів і т.д.

Серед проблем розвитку фондового ринку доцільно зазначити відсутність послідовної державної підтримки, тому що роль держави полягає переважно в створенні зайвої регуляторної структури при необхідності сприяти розвитку інвестиційної складової фондового ринку. Варто зазначити, що відсутність розвинутої мережі інституційних інвесторів теж негативно позначається на розвитку ринку цінних паперів. Страхові компанії, інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди, є традиційно найактивнішими учасниками фондових ринків розвинутих країн. В Україні ці інституції поки ще перебувають на зародковому етапі свого розвитку і не володіють значними ресурсами для інвестицій в цінні папери. Окрім того, проблему не досконалості законодавства в сфері регулювання діяльності на фондовому ринку супроводжує відсутність ефективної системи економічної відповідальності за порушення на фондовому ринку і з боку професійних учасників ринку. Не дивлячись на те, що в Україні відбувається стягнення штрафів у випадку протиправних дій на фондовому ринку, їх розмір є незначним у порівнянні з прибутками, що отримують порушники актів ДКЦПФР. Наприклад, дієві системи регулювання і контролю існують в США, в яких розміри штрафів за неправомірне використання службової інформації становлять до одного млн. дол. США або ув'язнення на строк

до 10 років; у Великій Британії – штраф, необмежений по сумі, або ув'язнення на строк до 7 років; у Франції – штраф до десяти млн. франків або ув'язнення на строк до 7 років.

Окрему увагу при дослідженні проблем розвитку фондового ринку України необхідно приділити причинам низького рівня участі населення в діяльності фондового ринку. Серед них: недовіра населення до ринку цінних паперів, що обумовлюється негативним досвідом у минулому, нестабільністю політичної ситуації, недовірою до держави, низькою інформованістю населення про можливості ринку цінних паперів, браком коштів для вкладання внаслідок низького рівня доходів населення, низьким рівнем прибутковості вкладень у цінні папери із точки зору населення; низькою інформованістю населення про ризики і заходи їх уникнення тощо.

Останніми роками більшість вітчизняних науковців при дослідженні перспектив розвитку ринку цінних паперів схиляються до того, що в Україні доцільно створити Єдину біржову систему. Насправді зараз у країні існує нестабільний біржовий ринок, оскільки функціонуючі сьогодні 8 фондових бірж та 2 торговельні системи діють автономно, що розмежовує біржовий простір на окремі сегменти. Крім того, на низьку ефективність фондового ринку України впливає недосконалість Національної депозитарної системи. Роль Центрального депозитарію виконують Національний депозитарій, Міжнародний фондовий союз та НБУ. Діяльність їх не завжди є скоординованою і не відповідає вимогам інвесторів та емітентів. Для порівняння слід зазначити, що успішні ринки цінних паперів країн Східної та Центральної Європи (Чехії, Словенії, Польщі, Угорщини, Хорватії, країн Балтії) здійснюють свою діяльність на основі консолідованої біржової системи торгівлі з основною біржею, де укладається переважна більшість угод з цінними паперами. Функціонує також централізована депозитарна система разом з центром депозитарно-клірингових операцій. Організації цих ринків властиві: висока концентрація об'ємів торгів; активна участь держави в якості учасника ринку і регулятора, що спрямована на зростання

ліквідності ринку; цілеспрямована підтримка попиту на капітал фондового ринку через врегулювання діяльності інституційних інвесторів та створення умов для участі фізичних осіб на ринку. При цьому важливу роль в процесі становлення ліквідного ринку цінних паперів відіграла держава.

Важливе місце в структурі торговців цінними паперами в Україні цінними паперами займають інститути спільного інвестування, оскільки саме вони є найбільш реальним суперником комерційних банків в конкурентній боротьбі за фонд заощадження домогосподарств, який оцінюється експертами в приблизно 40 млрд. дол. США [66]. Виходячи з цього, особливої актуальності на сьогодні набуває дослідження особливостей діяльності інститутів спільного інвестування та перспектив їх подальшого розвитку на фондовому ринку України, що і буде зроблено в наступному підрозділі дисертаційної роботи.

1.3. Визначення ролі та місця інститутів спільного інвестування на ринку цінних паперів України

Відповідно до українського законодавства [114, 126] торговцями цінними паперами є комерційні банки, та господарські товариства, для яких операції з цінними паперами є основним видом діяльності.

До професійної діяльності по торгівлі цінними паперами відносяться:

- дилерська діяльність;
- брокерська діяльність;
- діяльність з управління цінними паперами;
- андеррайтинг.

З огляду на зміст даних операцій, компанії з управління активами (КУА) є професійними утвореннями, які здійснюють весь спектр операцій з цінними паперами. Пріоритетними напрямками діяльності КУА є управління портфелями цінних паперів недержавних пенсійних фондів (НПФ) та інститутів спільного інвестування (ІСІ). Оскільки НПФ – це досить специфічні організації, основним принципом діяльності яких є неприбутковість [124], то основна увага в межах дослідження діяльності з цінними паперами має бути сконцентрована саме на ІСІ. Інститути спільного інвестування – це є інвестиційні фонди, в яких акумулюються кошти клієнтів-інвесторів для подальшого отримання прибутку шляхом вкладення їх в цінні папери інших емітентів, нерухомість та корпоративні права [120].

ІСІ створюються як альтернатива банківським депозитам для тих потенційних інвесторів, які прагнуть більшої доходності, та схильність до ризику яких є вищою. Відносини ІСІ з іншими учасниками інвестиційного процесу будуються за схемою, зображеною на рисунку 1.14.

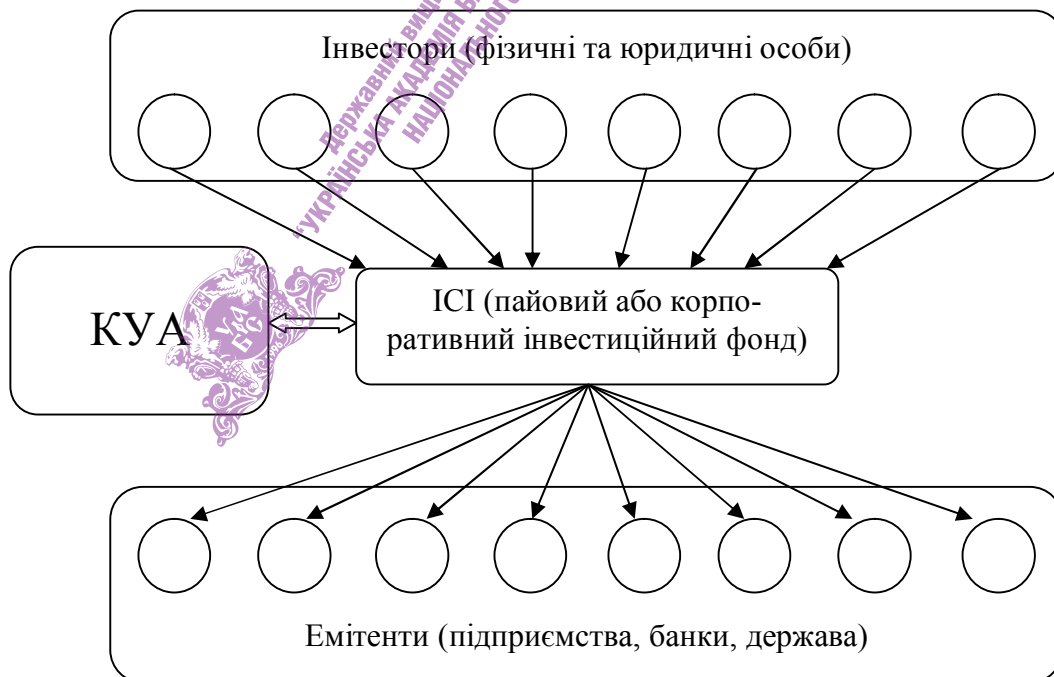


Рис. 1.14 – Схема відносин «Інвестор – ІСІ (КУА) – Емітент» (складено автором на основі [120, 126])

Слід зазначити, що відносини «ІСІ – Емітент» відбуваються через опосередкування організованого фондового ринку. Відносини «Інвестор – ІСІ» опосередковуються як через організований фондовий ринок (корпоративні інвестиційні фонди), так і через неорганізований фондовий ринок (пайові інвестиційні фонди).

Інститути спільного інвестування можуть класифікуватися за різними ознаками, які в кінцевому результаті впливають на формування інвестиційної стратегії внаслідок тих обмежень, які встановлюються щодо кожного виду інвестиційного фонду (рис. 1.15).

Визначимо **зміст кожного з типів інститутів спільного інвестування**, продемонстрованих на рисунку 1.15.

За українським законодавством до інститутів спільного інвестування відносяться корпоративні або пайові інвестиційні фонди [120].



Рис. 1.15 – Класифікація інститутів спільного інвестування України (складено автором на основі [120])

Пайові інвестиційні фонди (ПІФ) - це активи, які належать інвесторам на правах часткової спільної власності і перебувають в управлінні КУА та обліковуються окремо від її результатів господарської діяльності [120].

ПІФ створюється КУА через продаж (розміщення) інвесторам емітованих нею інвестиційних сертифікатів визначеного фонду. Специфічними характеристиками ПІФ є наступні:

- ПІФ не являється юридичною особою;
- облік результатів діяльності фонду проводиться окремо від власної діяльності КУА а також інших ІСІ;
- КУА, яка управляє ПІФом, при підписанні договорів купівлі-продажу активів фонду діє від свого імені;
- норматив мінімального обсягу активів ПІФу становить 1250 мінімальних заробітних плат.

Корпоративні інвестиційні фонди (КІФ) - це такі юридичні особи, які створюються у вигляді відкритого (публічного) акціонерного товариства та проводять діяльність виключно зі спільного інвестування [120]. КІФи створюються у формі відкритого (публічного) акціонерного товариства (ВАТ або ПАТ), та є окремою юридичною особою. Уставний капітал КІФу може наповнюватися за рахунок державних цінних паперів та цінних паперів інших емітентів, допущених до торгівлі на фондовій біржі або в торгово-інформаційній системі, грошових коштів або об'єктів нерухомості. Збільшення статутного капіталу може виключно здійснюватися за рахунок грошових коштів. У цінні папери повинно інвестуватися не менше ніж 70 відсотків середньорічної вартості активів корпоративного інвестиційного фонду. КІФ може випускати та розміщувати лише акції, залучати позики (кредити), обсяг яких не перевищує 10 відсотків від вартості активів корпоративного фонду, та лише для викупу уже розміщених акцій фонду. КУА здійснює управління фондом та його активами на основі договору, органи управління фонду – це загальні збори акціонерів і спостережна (наглядова) рада (такі ж як у ВАТ).

Залежно від порядку здійснення діяльності ІСІ в Україні поділяються на 3 типи:

1. **Відкриті** – це такі фонди, які беруть на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами).
2. **Інтервальні** – фонди (або компанії з управління їх активами), які беруть на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів викуп цінних паперів, емітованих цими ІСІ (або компаніями з управління їх активами) протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу). Проспект емісії ІСІ інтервального типу повинен передбачати порядок визначення дати початку та закінчення інтервалу, періодичність інтервалу (не рідше одного разу на рік та не частіше одного разу в квартал), тривалість інтервалу (не менше десяти робочих днів протягом року та не менше одного робочого дня протягом кожного інтервалу).
3. **Закриті** – це фонди, цінні папери яких розміщуються у терміни, визначені проспектом емісії, вільно обертаються на ринку цінних паперів. Викупити цінні папери такого фонду можна після закінчення терміну дії; фонд зобов'язаний викупити свої цінні папери після закінчення терміну дії фонду. [120]

За терміном свого існування ІСІ також поділяються на строкові та безстрокові.

Строковий ІСІ створюється на певний термін, встановлений у регламенті ІСІ, після закінчення якого зазначений ІСІ припиняє своє існування.

Безстроковий ІСІ створюється на невизначений строк.

ІСІ закритого типу можуть бути лише строковими.

В залежності від обмеженості кола інвестиційних інструментів ІСІ також поділяються на два види: диверсифіковані та недиверсифіковані.

Диверсифіковані ІСІ – це інвестиційні фонди, активи яких можна інвестувати в обмежене коло інструментів ринку капіталів, відповідно до встановлених законодавством нормативів.

Недиверсифіковані ІСІ – це інвестиційні фонди, відносно яких не існує жорстких вимог щодо диверсифікації активів. Вони можуть здійснювати інвестиції у цінні папери, об'єкти нерухомості, корпоративні права, тощо.

Відкриті та **інтервальні** ІСІ можуть бути **лише диверсифікованими**.

Існують також **венчурні інвестиційні фонди**, тобто корпоративні або пайові недиверсифіковані інвестиційні фонди, активи яких більш, ніж на половину можуть складатися з корпоративних прав та цінних паперів, що не обертаються на фондових майданчиках. Ці фонди проводять виключно приватний продаж емітованих ними цінних паперів, та провадять досить ризикову інвестиційну діяльність, а зокрема щодо вкладення у інноваційні проекти.

Узагальнена порівняльна характеристика різних видів ІСІ, діяльність яких передбачена законодавством України представлена у таблиці 1.7.

В світовій практиці широкого розповсюдження набули такі види інститутів спільного інвестування, як: взаємні фонди (mutual funds) та хедж-фонди (hedge funds).

Взаємний інвестиційний фонд (фонд взаємних інвестицій) – це фонд поділений на паї грошових коштів, що управляється інвестиційною компанією (компанією з управління активами). Паї можна купувати, продавати, при цьому вартість паю визначається, виходячи із вартості активів фонду. Вирізняють фонди закритого та відкритого типу, а також фонди із «навантаженням» і без «навантаження».

Взаємний фонд «з навантаженням» – це фонд, акції якого реалізуються через посередника, якому і виплачується «навантаження» (свого роду комісійні за реалізацію акцій фонду).

Порівняльна характеристика окремих видів ІСІ України (розроблено автором на основі [120])

Вид ІСІ	Критерії					
	Можливий інвестор	Строк існування фонду	Напрямки інвестицій	Викуп ІСІ власних цінних паперів у інвесторів	Рівень ризику для інвестора	Питома вага в загальній ВЧА* на 01.01.2010
- відкриті	Фізичні та юридичні особи	Невизначений	Обмежені	В будь-який час на вимогу інвестора	Низький	0,29
- закриті	Фізичні та юридичні особи	Визначений	Не визначений	Після закінчення терміну дії, визначеного у проспекті емісії	Високий	7,29
- інтервальні	Фізичні та юридичні особи	Не визначений	Обмежені	Протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу)	Середній	0,31
- диверсифіковані	Фізичні та юридичні особи	Не визначений	Обмежені	- передбачено	Низький	Немає даних
- недиверсифіковані	Юридичні особи	Не визначений	Необмежені	- передбачено	Високий	Немає даних
- венчурні	Юридичні особи	Не визначений	50% - позабіржові ЦП та корпоративні права	- передбачено	Високий	92,11

*ВЧА – вартість чистих активів.

Фонд відкритого типу – це фонд, який зобов’язується викупити власні цінні папери у будь-який час на першу вимогу інвестора.

Фонд закритого типу – це фонд, що викупує власні цінні папери лише по закінченню строку дії фонду.

Існують також так звані «*umbrella fund*», тобто сімейство фондів, що створені одним засновником, які відрізняються типами інвестицій та спрямуванням інвестицій в різноманітні сектори ринку.

Також досить значною популярністю користуються біржові та індексні взаємні фонди.

Індексний взаємний фонд – це окремий вид фонду акцій, в якому портфель формується аналогічно до індексного кошику окремого фондового

індексу. Мета такого фонду полягає у тому, щоб отримати дохідність, близьку до дохідності фондового індексу, так як вважається, що акції у довгостроковій перспективі постійно ростуть в ціні.

Біржовий фонд – це певна альтернатива індексним фондам. Як і у випадку індексних фондів, портфель такого фонду формується у відповідності до індексного кошику певної біржі або є портфелем акцій, підібраних за певним критерієм. Часто таким фондам дають назви, що співзвучні з їх абревіатурами (наприклад, для фонду «діамантів» Diamonds (DIA) базовим індексом є індекс Dow Jones Industrial Average, для фонду «павуків» «SPDRs» (SPY) – індекс S&P 500). Інвестиції у біржовий фонд за своїми характеристиками є гібридом інвестицій у акції та інвестицій у відкритий взаємний фонд. Фактично, це дає можливість торгувати портфелями акцій на тих же умовах, що і звичайними акціями.

В залежності від базового індексу, що лежить в основі біржового взаємного фонду, їх можна поділити на наступні групи:

- 1) **міжнародні біржові фонди** – це фонди, для формування портфелю яких використовується фондовий індекс країни (наприклад iShares MSCI - Australia (EWA) формується на базі індексу Morgan Stanley Capital International для фондового ринку Австралії);
- 2) **фонди загальноринкових індексів** – це фонди, що містять акції компаній з різних секторів економіки (наприклад, фонди «SPDRs» та iShares S&P 500 index fund (IVV) орієнтовані на індекс S&P 500);
- 3) **секторні фонди** – це фонди, для яких базовим індексом може бути індекс певного сектору або галузі (прикладом секторного біржового фонду є iShares Dow Jones U.S. Healthcare sector Index Fund (IYH), який орієнтується на індекс Dow Jones в галузі охорони здоров'я).

Біржові та індексні фонди дуже близькі між собою, проте між ними є і певні відмінності. Порівняльна характеристика цих видів фондів та простої акції як напрямків інвестування наведена у таблиці 1.8.

Що стосується *хедж-фонду*, то це особливий вид фондів, який відрізняється від звичайних взаємних фондів тим, що має можливість інвестувати кошти у більш широке коло інструментів. Так, якщо взаємні фонди можуть інвестувати в цінні папери, нерухомість, банківські депозити, то для хедж-фондів будуть доступними ще й деривативи, а також різні схеми зниження та уникнення ризиків, що є недоступними для звичайних взаємних фондів.

Таблиця 1.8

Порівняльна характеристика деяких видів взаємних фондів та простих акцій як напрямків інвестування (складено автором на основі [88, 175, 178, 179])

<i>Критерій порівняння</i>	<i>Напрямок інвестування</i>		
	<i>Акції</i>	<i>Індексні фонди</i>	<i>Біржові фонди</i>
Можливість купівлі у будь-якого брокера	Так	Ні	Так
Низький рівень видатків на управління	Ні	В деяких випадках	Так
Висока податкова ефективність	Ні	В деяких випадках	Так
Орієнтація на секторний або загальноринковий індекс	Ні	Так	Так
Купівля з маржею	Так	Ні	Так
Продаж без покриття	Так	Ні	Так
Диверсифікація	Ні	Так	Так
Можливість здійснення операцій протягом торгового дня	Так	Ні	Так

Хедж-фондом, як правило, називають організацію, яка використовує різноманітні інструменти та методи (наприклад деривативи, плече, шорти або короткі продажі) для максимізації прибутку незалежно від ситуації на фінансовому ринку.

Найбільш розповсюдженими стратегіями хедж-фондів є:

- Market-Neutral Arbitrage – мінімізація ризику та отримання прибутку за рахунок коротких та довгих продажів по недооціненим та переоціненим акціям (таку стратегію використовують приблизно 50% всіх хедж-фондів);
- Long/short – купівля недооцінених акцій та продаж переоцінених (використовується приблизно в 40% фондів);
- Event Driven – швидка реакція на ринкові зміни в результаті злиттів, поглинань, рейдерства та банкрутства (використовують приблизно 20% фондів).

Варто зазначити, що у чистому виді фонди рідко використовують лише одну стратегію, частіше за все вони комбінують 2-3 стратегії.

В залежності від обраних стратегій, фонди можна поділити на наступні види:

- **спекулятивні фонди** (відслідковують злиття, поглинання, рейдерства на фондовому ринку та купують цінні папери компаній, яких не минули ці процеси);
- **арбітражні фонди** (найбільш наближені до класичних хедж-фондів, здійснюють майже одночасну купівлю та продаж активів та отримують прибуток від різниці у цінах);
- **фонди хедж-фондів** (інвестують кошти у хедж-фонди з різними стратегіями, таким чином мінімізуючи ризики).

Основними факторами, які обумовлюють зростання привабливості інвестиційних та хеджевих фондів, на сьогодні можна вважати наступні:

- зростання кількості поглинань та злиттів на фондовому ринку;
- зростання вартості цінних паперів компаній на фондових ринках практично всіх країн, що розвиваються;
- зростання IPO компаній з країн, що розвиваються, на розвинених ринках цінних паперів, що відкриває досить привабливі перспективи інвестування.

Статистичні дані, представлені на рис. 1.16, свідчать, інвестиційні фонди доволі швидко відновили вартість активів після світової фінансової кризи.

Отже варто зазначити, що в світовому масштабі активи інвестиційних фондів під час кризи втратили лише 25% своєї вартості, переживши пік падіння у IV кварталі 2008 р. і майже відновивши докризовий рівень вартості активів на кінець 2010 р.

Це свідчить про досить високий рівень довіри інвесторів до взаємних фондів у світі, що створює певні передумови до зростання популярності даного сегменту фінансового ринку в Україні в разі врахування європейського досвіду організації та регулювання ринку спільного інвестування.

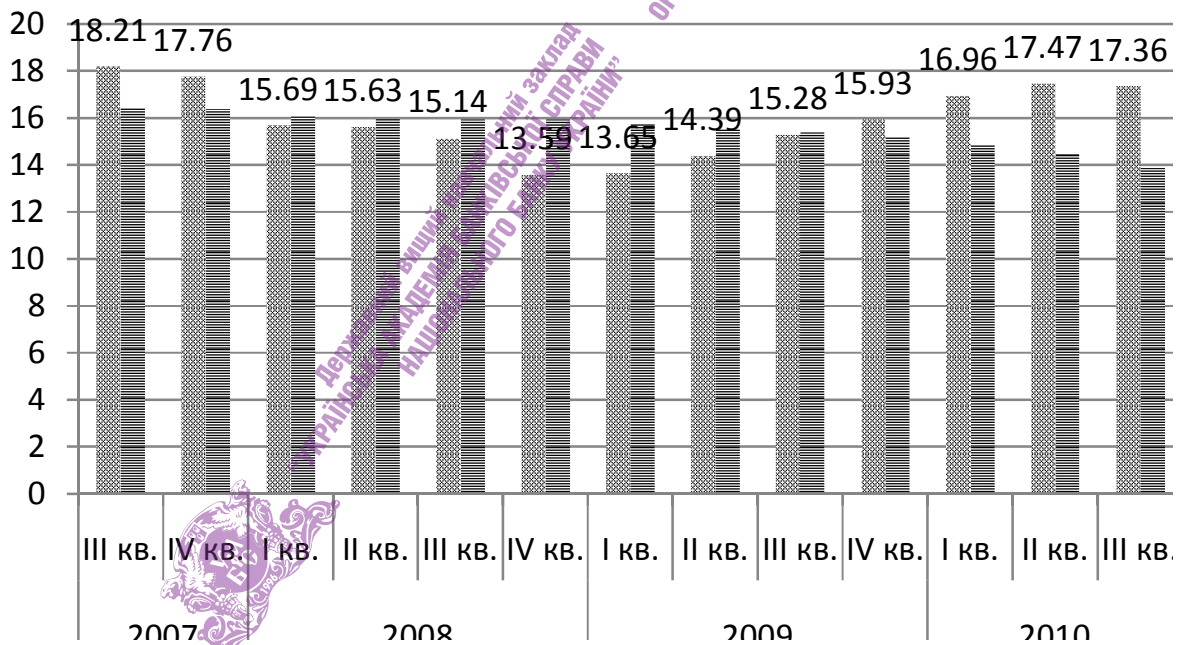


Рис. 1.16 – Динаміка активів інвестиційних фондів світу, трлн. євро [183, 186, 190]

В Україні свою діяльність ІСІ почали в 2001 р. після прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [120]. До останнього року їх діяльність була доволі стабільною, проте світова фінансова криза не оминула і даний ринок. У 2008

р. кількість компаній з управління активами зросла на 22,5% порівняно з 2007 р., проте у 2009 р. через наслідки світової фінансової кризи їх кількість скоротилася на 7,1% порівняно з 2008 р. За результатами поданої річної звітності, в Україні на початок 2010 р. працювало 380 компаній з управління активами (рис. 1.17) [5].

Середня кількість ІСІ на одну КУА зросла з 1,2 на кінець 2002 р. до 3,16 на кінець 2009 р. Середня вартість активів в управлінні однієї компанії на початок 2010 р. збільшилася на 40,43% і склала 217,21 млн. грн. (на початок 2009 р. – 154,68 млн. грн.).

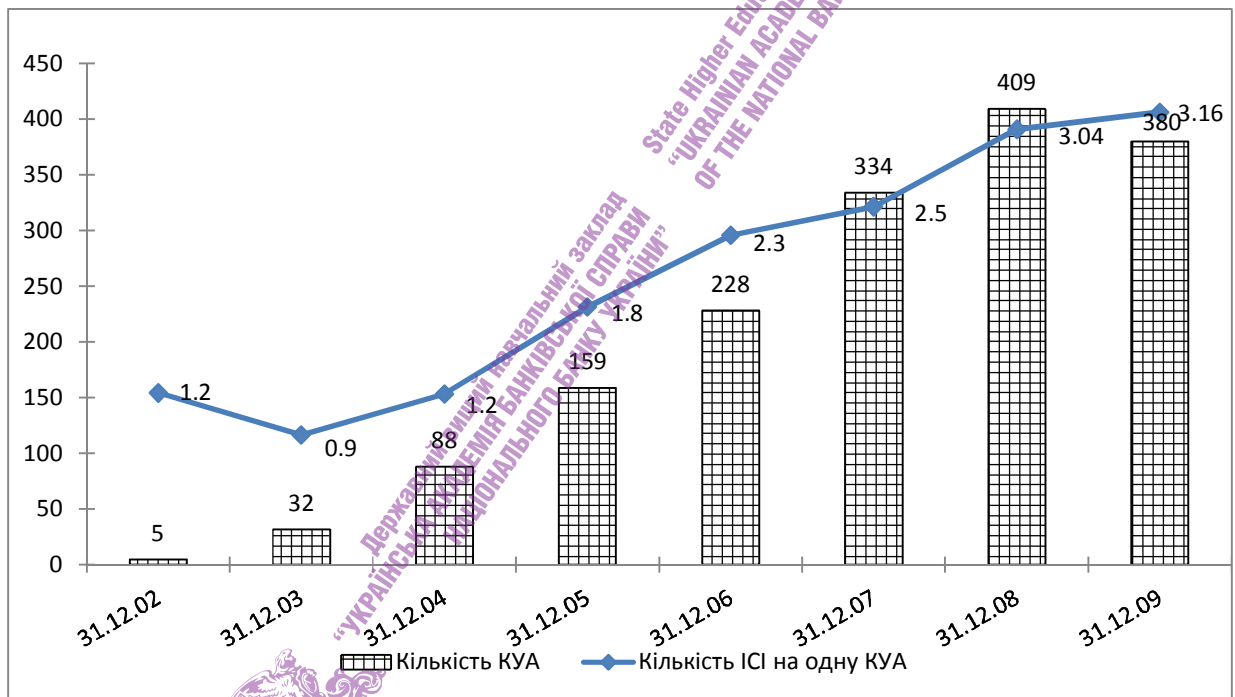


Рис. 1.17 – Зміна кількості КУА та ІСІ в розрахунку на одну КУА в Україні у 2003-2009 рр. [3, 4, 5, 6, 7, 8]

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, кількість інститутів спільного інвестування в Україні у 2009 р. зменшилася на 3,38%: з 1244 фондів на початку року до 1202 на кінець року. Проте, незважаючи на зниження кількості зареєстрованих фондів, кількість фондів, які досягли нормативів щодо мінімального обсягу активів, зросла на 10,9% і на кінець 2009 р. склала 985 фондів (збільшення на 97 фондів порівняно з початком

року). Найбільше у відносному виразі (на 100%) виросла кількість закритих диверсифікованих ПФ: з 4 од. на початку року до 8 од. – на кінець року, а також інтервальних КІФ – з 1 од. до 2 од. У кількісному вираженні лідерами зростання стали закриті венчурні ПФ (їх кількість збільшилася на 54 фонди) та закриті недиверсифіковані невенчурні КІФ (їх кількість зросла на 23 фонди). Динаміка кількості інститутів спільного інвестування в Україні за видами і типами у 2009 р. представлена у табл. 1.8.

Аналіз досліджуваної проблеми в регіональному аспекті дозволяє дійти висновку, що як за кількістю КУА та ІСІ, так і за загальною вартістю активів інвестиційних фондів в управлінні лідирують м. Київ та Київська область, де зосереджено 271 КУА та 70,3% ІСІ, активи яких складають 70,90% від їхнього загального обсягу.

Середній розмір активів одного ІСІ на кінець 2008 р. склав 20,8 млн. грн., що на 27,51% більше, ніж у попередньому році. [3, 4, 7, 8]

Таблиця 1.9

Динаміка кількості ІСІ в Україні у 2009 р. за видами та типами [5]

Дата оцінки	Загальна кількість ІСІ	ПФ					КІФ		
		Відкриті	Інтервально	Закриті диверсифіковані	Закриті недиверсифіковані	Венчурні	Інтервально	Закриті недиверсифіковані	Венчурні
01.01.2009	888	32	41	4	22	636	1	107	45
01.01.2010	985	32	47	8	26	690	2	130	50
Приріст, %	10,92	0,00	14,63	100,00	18,18	8,49	100,00	21,50	11,11

Загальна вартість активів ІСІ на кінець 2009 р. зросла на 30,47% і склала 82 540,93 млн. грн. (рис. 1.18). Слід зазначити, що найбільше зростання (близько 256%) припало на 2005 р., що, скоріше за все, було реакцією інвесторів на зміни в українському політикумі та відображенням очікувань позитивних змін в економіці.

Внаслідок такого зростання питома вага вартості активів ІСІ у ВВП України за 2009 р. збільшилася з 6,67% до 9,02% (приріст склав 35,2%), у той час як частка у ВВП коштів, залучених до банківської системи, зменшилася з 37,74% до 35,86%. [5]

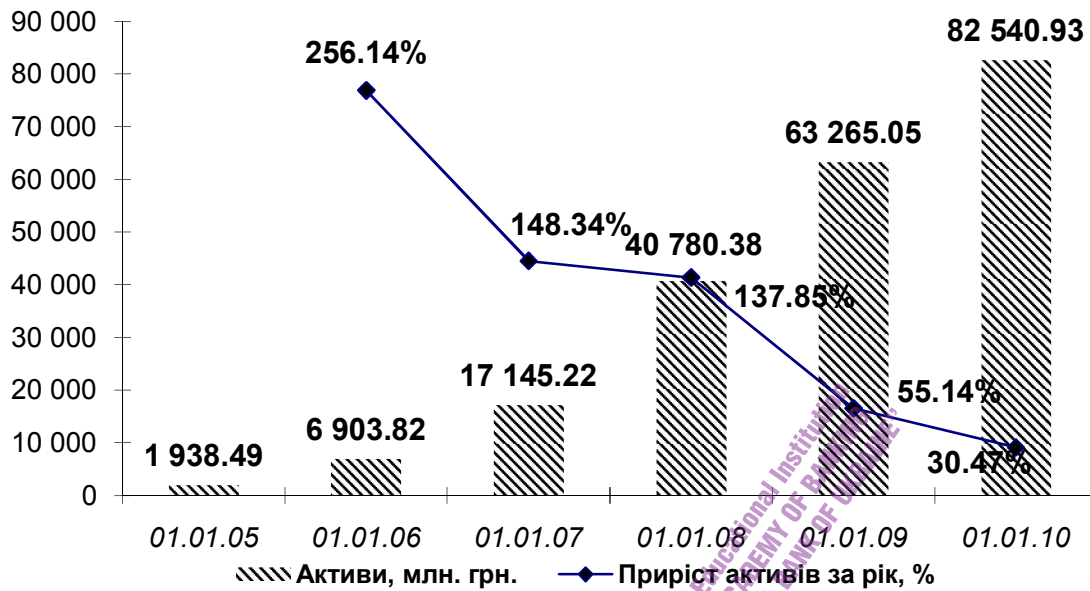


Рис. 1.18 – Динаміка вартості активів ІСІ в Україні з 01.01.2005 р. по 01.01.2010 р., млн. грн. (складено автором на основі [3, 4, 5, 6, 7, 8])

Співвідношення активів ІСІ до коштів, залучених комерційними банками у 2009 р., зросло з 17,68% на початок року до 25,17% на кінець року, що сталося внаслідок великого відтоку депозитних коштів з банків наприкінці 2008 р. та протягом 2009 р.

Серед невенчурних фондів зростання вартості активів у 2009 р. продемонстрували закриті ІСІ, загальна вартість активів яких зросла на 58,9% і на кінець року склала 6,02 млрд. грн. Абсолютні темпи зростання вартості активів венчурних фондів у 2009 р. були найбільшими (сукупна вартість їхніх активів зросла на 17,33 млрд. грн. або 29,53%).

На тлі нерівномірного зростання вартості активів різних видів фондів (табл. 1.10), дещо змінилося і їхнє співвідношення на кінець року. Як і раніше, найбільшу питому вагу у вартості активів ІСІ мають венчурні фонди. Протягом 2009 р. вона зменшилася на 0,67% (з 92,78% до 92,11%).

Таблиця 1.10

Динаміка вартості та структури активів ІСІ України за видами фондів протягом 2009 р. (складено автором на основі [5])

Вид фондів	Дата оцінки				Приріст за рік	
	01.01.2009		01.01.2010		Відносний приріст вартості, %	Абсолютний приріст питомої ваги, %
	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %		
Відкриті	593,31	0,94	240,72	0,29	-59,43	-0,65
Інтервальні	185,05	0,29	256,19	0,31	38,44	0,02
Закриті (невенчурні)	3785,99	5,98	6015,80	7,29	58,90	1,31
Венчурні	58694,30	92,78	76028,21	92,11	29,53	-0,67
Усього	63265,05	100,00	82 540,93	100,00	30,47	0,00

Аналіз структури активів ІСІ слід проводити у розрізі видів фондів, оскільки для активів кожного з них існують окремі обмеження щодо напрямків інвестування. Як видно з табл. 1.11, найбільш ліквідними є активи інтервальних та відкритих ІСІ, які в своїй структурі мають найбільшу питому вагу грошових коштів та банківських депозитів, а також облігацій внутрішньої державної та місцевої позики.

Таблиця 1.11

Структура активів ІСІ в Україні за типами фондів станом на 31.12.2009 р., % (складено автором на основі [5])

Активи	Тип ІСІ			
	Відкриті ІСІ	Інтервальні ІСІ	Закриті невенчурні ІСІ	Венчурні ІСІ
Грошові кошти та банківські депозити	23,36	25,28	7,67	4,34
Цінні папери, всього, в т.ч.:	76,55	74,01	81,86	70,2
- ОВДП	8,57	3,91	0,52	0,03
- Облігації місцевих позик	6,26	1,87	0,09	0,01
- Акції	42,92	6,24	61,88	20,45
- Облігації підприємств	18,8	9,85	15,9	22,81
- Ощадні сертифікати	0,0	0,0	1,2	0,19
- Інші	0,0	2,14	2,29	26,51
Нерухомість	0,0	0,0	0,28	1,12
Інші	0,09	0,7	10,18	24,34

Закриті невенчурні ІСІ, які залучають кошти на тривалий період, висувають значно менші вимоги до ліквідності своїх активів. Так, в структурі їх активів 61,88% складають акції, 15,9% – облігації, ліквідність яких переважно низька; грошові кошти та банківські депозити складають лише 7,67% активів.

Через досить специфічний характер діяльності венчурних ІСІ цінні папери у структурі їхніх активів мають меншу питому вагу. Інші активи (позики, корпоративні права, дебіторська заборгованість та інші активи) складають 24,34% портфеля цінних паперів венчурних ІСІ. Крім цього, до портфеля цінних паперів венчурних фондів, який складає 70,2% активів, входить 26,51% «інших» цінних паперів.

Варто зазначити, що на початок 2010 р. по всім видам фондів суттєво зросла частка акцій у портфелях активів, що можна пояснити тим, що у 2008 р. – на початку 2009 р. сталося значне падіння вітчизняного фондового ринку. Більшість торговців саме в цей період прийняли рішення про купівлю акцій українських емітентів, очікуючи у найближчому майбутньому суттєвого зростання їх вартості.

Прозорість та ліквідність портфеля цінних паперів ІСІ можна оцінити за часткою цінних паперів, галузь яких не визначена (таблиця 1.11). Чим меншою буде частка таких паперів, тим більш прозорим та ліквідним буде портфель цінних паперів. За цим критерієм на першому місці знаходиться зведений портфель інтервальних ІСІ (10,76%), на другому – відкритих ІСІ (43,90%), на третьому – закритих невенчурних ІСІ (46,46%) і на останньому – венчурних ІСІ (71,24%).

За часткою у зведеному портфелі цінних паперів невенчурних ІСІ найбільш популярними є цінні папери підприємств, що працюють:

- у галузі фінансів, сировинних матеріалів та комунальних послуг – для відкритих ІСІ;
- у галузі сировинних матеріалів та промисловості – для інтервальних ІСІ;
- у галузі промисловості та на міжгалузевому рівні – для закритих ІСІ.

Галузева структура портфеля цінних паперів ІСІ в Україні за видами фондів станом на 31.12.2009 р., % (складено автором на основі [5])

Галузь інвестування за галузевою класифікацією ПФТС	Види фондів				
	Відкриті	Інтервальні	Закриті	Венчурні	В середньому по всім фондам
Фінанси	26,68	10,01	9,52	5,22	12,86
Споживчі товари	6,50	7,52	3,49	5,80	5,83
Споживчі послуги	7,96	3,12	1,03	2,01	3,53
Сировинні матеріали	19,24	14,38	3,33	2,52	9,87
Промисловість	10,81	20,35	10,06	3,67	11,22
Комунальні послуги	18,52	10,80	4,24	2,33	8,97
Змішана	0,00	10,49	9,16	4,10	5,94
Не визначена	10,30	23,33	59,17	74,36	41,79
Всього	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Що стосується венчурних фондів, то в структурі їх пріоритетів традиційно найбільшу питому вагу (74,36%) займає міжсекторальна сфера діяльності (це означає, що такі цінні папери не торгуються на біржах). Щодо інших галузей, то серед них найбільшу питому вагу займають фінанси та промисловість (12,86% та 11,22% відповідно).

Серйозною проблемою розвитку ІСІ в Україні є обмеженість використання надійних фінансових інструментів. Перелік цінних паперів, в які вкладають свої кошти ІСІ, є дуже малим: з 12 тис. акціонерних товариств в Україні акції не більше двадцяти емітентів можуть бути включені до портфелів ІСІ. Особливо малою є питома вага надійних інструментів в корпоративному секторі вітчизняної економіки, що свідчить про наявність невирішених проблем у сфері корпоративного управління та розвитку фондового ринку. Навіть ринок облігацій внутрішньої державної позики не є достатньо ліквідним для того, щоб вільно торгувати державними цінними паперами.

Найбільш вагомими факторами корпоративного управління, які обумовлюють підвищену ризиковість акцій українських емітентів, є наступні:

- недосконала законодавча база (прийняття закону «Про акціонерні товариства» не вирішило багато проблем, що виникають у портфельних інвесторів та інститутів спільного інвестування);
- низький рівень корпоративної культури у менеджерів підприємств, крупних власників акцій, міноритарних акціонерів;
- низька економічна ефективність більшості публічних акціонерних товариств;
- низька капіталізація та ліквідність, недостатньо розвинена інфраструктура [97, 174].

На результати функціонування ІСТ безпосередній вплив здійснює загальна ситуація на ринку цінних паперів, рівень розвитку якого залежить від зростання обсягів торгів, підвищення якості роботи організаторів торгів, реєстраторів, зберігачів і депозитаріїв, від можливості перенесення операцій з неорганізованого ринку на організований, наявності умов для входження іноземних портфельних інвесторів (із 102 млн. цінних паперів, що обертаються на українському фондовому ринку, тільки 0,01% належить нерезидентам) [135].

Важливим завданням щодо розвитку ринку спільного інвестування є підвищення довіри населення, яке ще слабо орієнтується в питаннях спільного інвестування та може зазнати збитків від компаній, що надають фінансові послуги з порушенням законодавства. Особливої актуальності сьогодні набуває запровадження прозорості та дієвої системи розкриття інформації, що дасть можливість постійно аналізувати результати роботи на єдиній методологічній основі.

В Україні вже створені певні умови для розвитку ринку спільного інвестування. Але, звісно, ще є багато невирішених проблем, для розв'язання

яких потрібна конструктивна взаємодія між суб'єктами ринку з одного боку та виконавчою та законодавчою владою держави – з іншого.

Суттєвою проблемою розвитку ринку спільного інвестування є неупорядкованість механізмів рейтингування фінансових інструментів, їх емітентів та організацій, що надають фінансові послуги. В Україні законодавчо не регламентуються умови, яким повинні відповідати рейтингові агентства, тому порядок виходу на ринок рейтингових агентств залишається досить вільним. Українська система надання рейтингових послуг багато в чому повторює американську модель, впровадження якої призвело до високого рівня монополізації ринку цих послуг і надання надмірних прав американській комісії з цінних паперів (SEC) як регулятору. Проте в США ця проблема вже була частково вирішена шляхом прийняття у вересні 2006 р. закону про усунення монополізації кредитних агентств [88]. Нажаль, для України такий крок ще залишається у переліку перспективних задач.

Така ситуація безумовно ускладнює здійснення портфельного інвестування в Україні, заважаючи інститутам спільного інвестування використовувати найбільш поширені моделі управління портфелем цінних паперів, які будуть детальніше розглянуті нами у наступному підрозділі дисертаційної роботи.

1.4. Узагальнення теоретичної бази управління портфелем цінних паперів.

Важливою передумовою здійснення портфельного інвестування є проведення ґрунтовного аналізу конкретного інвестиційного інструменту та фондового ринку в цілому. В сучасній теорії інвестицій виділяють три види аналізу: *фундаментальний, технічний та кількісний*.

Починаючи з 1920-х років і до середини 1970-х років серед торговців цінними паперами найбільш популярним був фундаментальний аналіз. Технічний аналіз почав здобувати більшу популярність із розвитком інформаційних технологій, а з фундаментального аналізу виділився стохастичний кількісний аналіз як самостійний напрямок аналізу.

Розглянемо дані види аналізу детальніше.

Основою **фундаментального аналізу** [48, 68,95] являється аналіз загальних економічних умов, становища галузей, секторів економіки, окремих компаній, чиї цінні папери торгуються на ринку. Фундаментальний аналіз використовують в основному довгострокові і середньострокові інвестори. Основною відмінною рисою фундаментального аналізу є вивчення суті процесів, котрі відбуваються на ринку цінних паперів, орієнтація на встановлення базових причин зміни економічної ситуації за допомогою виявлення складних взаємозв'язків поміж різними явищами.

Що стосується аналізу цінних паперів, то можна виділити наступні рівні (етапи) проведення фундаментального аналізу [97].

Перший рівень – це аналіз становища економіки у цілому. Дана інформація допомагає визначити, наскільки в країні загальна макроекономічна ситуація є сприятливою для інвестування. Величезне значення має макросередовище і нестійкість на даному рівні може вплинути на прогнозований прибуток навіть за перспективним папером. До факторів, які впливають на макроекономічне становище, у фінансовій теорії відносять не тільки економічні, але також і політичні та соціальні фактори. З боку економіки, наукові дослідники виділяють макроекономічні індикатори, що мають суттєвий вплив на розвиток фінансових ринків. Зазначимо, що для того, щоб вірно зрозуміти зміст зміни економічних індикаторів та оцінити їхні наслідки, необхідно врахувати циклічний характер економіки [85]. Однак значення економічного індикатора в залежності від етапу економічного циклу (підйому, відновлення або рецесії) може мати зовсім різний економічний зміст.

Другий рівень фундаментального аналізу – галузевий аналіз. В результаті проведення такого аналізу, інвестор як правило визначається з галужевими перевагами інвестування. Оскільки навіть в умовах потужного економічного підйому інвестування далеко не в будь-яку галузь може гарантувати прибуток і дозволить уникнути втрат.

Третім рівнем фундаментального аналізу є аналіз компаній, під час якого досліджується фінансово-господарський стан компаній за кілька останніх років, ефективність управління, прогнозуються перспективи розвитку. Аналітик має визначити справедливу вартість активу, порівнюючи яку з ринковою ціною, може зробити висновок про переоціненість чи недооціненість цінного паперу.

Технічний аналіз зародився в Японії у XVII столітті, де був розроблений метод «японських свічок». Сучасні основи технічного аналізу було покладено Ч. Доу наприкінці XIX століття. Він виділив 3 основні принципи технічного аналізу:

1. Ринкова ціна враховує все (усі фактори, що можуть вплинути на ринкову ціну уже враховані учасниками ринку та включені до поточної ціни).
2. Ринок підпорядковується закономірностям (майже всі екстраполяційні методики прогнозування майбутнього базуються на даному принципі).
3. Ринок підпорядковується тенденціям (більшість методів технічного аналізу спрямовані на виявлення тенденцій та слідування їм до їх закінчення).

Отже, можна сказати, що технічний аналіз це засіб статистичної оцінки психології населення.

Зауважимо, що технічний та фундаментальний аналіз відрізняються за двома ключовими параметрами: метою аналізу та періодом прогнозування. Головною метою технічного аналізу є виявлення ключових тенденцій та основних цінових рівнів, дослідження поточного стану ринку. Основною ж

метою фундаментального аналізу є визначення справедливої вартості активу та шляхом її порівняння із ринковою вартістю – визначення рівня недооціненості чи переоціненості.

Враховуючи сучасний стан розвитку ринку цінних паперів в Україні, обмеженість фінансових інструментів, портфельне інвестування стає найкращою альтернативою зі всіх можливих варіантів вкладення тимчасово вільних коштів.

Портфельне інвестування відкриває широкі можливості щодо:

- поліпшення умов інвестування, надаючи сукупності цінних паперів таких інвестиційних властивостей, котрі недосяжні з позиції окремого цінного паперу і досяжні лише при їхній комбінації (для прикладу, диверсифікація ризику);
- планування, оцінювання, контролю результатів інвестиційної діяльності на різних секторах фондового ринку;
- вирішення специфічних інвестиційних завдань.

Лише в процесі формування та управління портфелем досягається нова інвестиційна якість із потрібними характеристиками. Портфель цінних паперів є таким інструментом, за допомогою якого інвестором забезпечується собі необхідна стійкість доходу за мінімального ризику.

З урахуванням інвестиційних якостей цінних паперів можна сформувати різні портфелі цінних паперів, у кожного з яких буде знайдено баланс між ризиком, прийнятним для власника портфеля, і очікуваною ефективністю у певний період часу. Співвідношення таких чинників і дозволяє визначити тип портфелю цінних паперів.

Таким чином, ***тип портфелю цінних паперів – це інвестиційна характеристика портфеля, яка базується на співвідношенні рівня доходності і допустимої ризикованості*** [100].

В основу класифікації інвестиційного портфеля можуть бути покладені різні ознаки.

За джерелом отримання доходу можна виділити такі типи портфельів цінних паперів:

- портфель доходу;
- портфель зростання;
- збалансований портфель;
- портфель подвійного призначення;
- портфель зростання і доходу.

Надамо характеристику кожному з них окремо.

Портфель зростання формується таких акцій, курси яких зростають. Основною метою даного типу портфелю є приріст капітальної вартості портфеля одночасно з отриманням дивідендів, проте дивідендні виплати здійснюються у невеликому розмірі. Темпи приросту курсової вартості сукупності акцій, котрі входять до портфеля, визначають види портфельів, що складають дану групу.

Портфель доходу спрямований на отримання достатньо високого поточного доходу: дивідендних та відсоткових виплат. Портфель доходу формується переважно з акцій доходу (таких акцій, що характеризуються помірним приростом курсової вартості та високими дивідендами) облігацій та інших цінних паперів, головною інвестиційною властивістю яких, є достатньо високі поточні виплати. Метою створення такого портфеля є отримання певного рівня доходу, який за своєю величиною відповідав би мінімальній мірі ризику, що прийнята консервативним інвестором. Об'єктами портфельного інвестування, в даному випадку, є високонадійні фондові інструменти, що мають високе співвідношення зростання курсової вартості і доходу, який стабільно виплачується [100].

Портфель зростання та доходу створюється для уникнення можливих витрат на ринку цінних паперів як від низьких відсоткових та дивідендних виплат, так і від зниження курсової вартості. Одна частина фінансових активів, котрі входять до складу такого портфелю, приносить

власнику приріст капітальної вартості, у той час як інша – дохід. Втрати від однієї частини можуть компенсуватися за рахунок зростання іншої.

Збалансований портфель передбачає забезпечення балансу не тільки доходів, а також і ризиків, які супроводжують операції з цінними паперами, і саме тому у певній пропорції формується з високодохідних цінних паперів та таких цінних паперів, у яких швидко зростає курсова вартість. До складу такого портфеля можуть бути включені і високоризикові цінні папери. Також до складу збалансованого портфеля як правило можуть входити звичайні та привілейовані акції та облігації.

Портфель подвійного призначення формується з цінних паперів, що приносять його власнику (утримувачу) високий дохід при одночасному зростанні вкладеного капіталу. У даному випадку мова йде про цінні папери інвестиційних фондів, які мають подвійне призначення. Вони емітують власні цінні папери двох типів, перші з них приносять високий дохід, а другі – зростання капіталу. Інвестиційні характеристики портфелю визначаються наявністю даних паперів у портфелі [127, 141, 154]. На практиці кожен із наведених вище видів портфелів має власні підвиди. Узагальнена порівняльна характеристика різних видів портфелів цінних паперів наведена у табл. 1.12.

За ступенем ризику портфеля можна виділити наступні типи: нерациональний, агресивний, помірно агресивний і консервативний. При цьому, кожному з типів інвестиційних фондів буде властивий свій особистий тип портфелю цінних паперів. В основі подальшої класифікації портфелів цінних паперів можуть використовуватись й інші параметри, такі як **ліквідність, галузева диверсифікація** або, **регіональна приналежність**.

Порівняльна характеристика різних типів портфельів цінних паперів
(складено автором на основі [19, 39, 42, 48,62, 77])

<i>Тип портфелю</i>	<i>Основний інструмент інвестування</i>	<i>Основне джерело доходу</i>	<i>Рівень доходності</i>	<i>Рівень ризику</i>
Портфель агресивного зростання	Акції молодих компаній, що швидко розвиваються	Різниця між ціною купівлі та ціною продажу акцій	Високий	Високий
Портфель консервативного зростання	Акції великих, добре відомих компаній, що характеризуються хоч і невисокими, але стійкими темпами зростання курсової вартості	Різниця між ціною купівлі та ціною продажу акцій	Невисокий, основна мета – збереження капіталу	Низький
Портфель середнього зростання	Надійні цінні папери, придбані на тривалий термін пропорційно до ризикованих фондових інструментів	Різниця між ціною купівлі та ціною продажу акцій	Середній, дохідність забезпечується цінними паперами агресивного зростання	Середній, надійність забезпечується цінними паперами консервативного зростання
Портфель регулярного доходу	Високнадійні цінні папери, що забезпечують високі поточні виплати у вигляді дивідендів або відсотків, при цьому їх ринкова вартість має бути стабільною	Процентні виплати за цінними паперами	Середній	Низький
Портфель зростання і доходу	Частина активів (як правило 50х50) інвестується в акції, які забезпечують приріст вартості активів, інша частина – в доходні цінні папери, що забезпечують регулярний дохід	Процентні виплати за цінними паперами + різниця від цін купівлі-продажу	Середній	Низький
Збалансований портфель	Широке коло фінансових інструментів, пропорції яких визначає сам інвестор в залежності від особистої схильності до ризику	Приріст капітальної вартості + відсоткові виплати дисконти премії	Залежить від схильності інвестора до ризику	Залежить від схильності інвестора до ризику
Портфель подвійного призначення	Цінні папери деяких видів інвестиційних фондів, вони приносять регулярний дохід та одночасно забезпечують приріст капітальної вартості	Процентні виплати за цінними паперами + різниця від цін купівлі-продажу	Середній	Середній

Вищенаведена нами класифікація портфельів цінних паперів є неповною, оскільки:

1) сучасна теорія портфельного інвестування та практичний менеджмент у даній сфері постійно розвиваються та вдосконалюються, постійно виникають нові можливості для здійснення інвестування, з'являються нові класифікаційні ознаки, а отже, й інші інтереси;

2) практично неможливо врахувати абсолютно всі інтереси та цілі, котрих прагнуть інвестори, коли формують свої інвестиційні портфелі.

Під *портфельним управлінням* у теорії фінансів розуміють застосування певних методів та технологічних можливостей до сукупності різних типів (видів) цінних паперів, котрі дозволять зберегти початково вкладені кошти; досягнути максимального рівня доходу; забезпечити інвестиційну керованість портфеля. Або по-іншому, процес управління інвестиційним портфелем спрямований на збереження ключової інвестиційної якості портфеля та тих інвестиційних властивостей портфеля, які б максимально відповідали інтересам його бенефіціара.

В чималій мірі вибір *тактики управління* залежить від можливостей інвестора, його здатності передбачати основні тенденції розвитку ринку, поскільки активний спосіб управління пов'язаний зі значними втратами на моніторинг та управління портфелем. У той же час, підкреслимо, що в більшій мірі вибір тактики повинен визначатися станом ринку, на якому має намір працювати інвестор.

Тактику вкладання коштів ІСІ визначає *інвестиційна стратегія*: скільки коштів та у які цінні папери варто інвестувати. Розроблення інвестиційної стратегії, переважно, спрямована на максимізацію доходів від вкладених коштів та вибір такого способу інвестування, який забезпечить найвищу із можливих дохідностей.

Проблема портфельного інвестування та моделювання оптимального інвестиційного портфеля ґрунтовно досліджувалась в працях класиків економічної думки, а саме: Г. Марковіца [79], Д. Тобіна [199], У. Шарпа [175], Дж. Сінкі [141], Дж. Лінтнера [191]. Управління портфелем цінних паперів в їх інтерпретації базувалося на поняттях ринкового

(систематичного) та неринкового (несистематичного) ризиків цінного паперу. Б. Розенберг [138] та С. Росс [197] запропонували багатofакторні моделі портфельного інвестиційного менеджменту. Особливістю даних моделей є те, що, на відміну від існуючих на той час моделей управління портфелем цінних паперів, була зроблена спроба застосувати множинну регресію доходності цінного паперу за визначеними факторами. Як правило, в якості релевантних факторів приймалися такі групи факторів:

- мікроекономічні: показники, що характеризують економічну діяльність компанії (ставка дивідендів, співвідношення балансової та ринкової вартості, співвідношення вартості та доходу компанії тощо);
- макроекономічні: відсоткові ставки, темпи росту ВВП, рівень інфляції, ціни на основні ринкові активи (нафту, дорогоцінні метали);
- ринкові характеристики цінного паперу: капіталізація компанії, мінливість доходності цінного паперу, ліквідність цінного паперу.

Р. Шіллер та Р. Кемпбел [68] у 1988 р. запропонували динамічну модель управління портфелем цінних паперів, що базується на припущенні мінливості ставки дисконту у майбутньому та використовує положення теорії стаціонарних стохастичних процесів.

Проблеми портфельного інвестування також розглядалися у працях вітчизняних науковців. У роботах І. Бланка [16], В. Вітлінського [32], А. Мертенса [82], А. Пересади [96] достатньо глибоко розкрито сутність та принципи управління портфелем цінних паперів.

Однак, не зважаючи на велику кількість теоретичних розробок в сфері управління портфелем цінних паперів, у роботі ІСІ на фондовому ринку України класичні методи теорії портфельного інвестування практично не використовуються. Використовуючи дані моделі для управління портфелем цінних паперів вітчизняних інвесторів, слід враховувати специфіку

вітчизняного ринку цінних паперів, ситуацію на світових фондових ринках, особливості ведення бізнесу різними суб'єктами ринку цінних паперів.

Охарактеризуємо деякі найбільш розповсюджені теорії формування інвестиційного портфелю, якими на даний час користуються в країнах з розвиненим фондовим ринком та визначимо основні фактори їх невідповідності умовам українського фондового ринку.

Модель Г. Марковіца. Центральна ідея моделі Г. Марковіца полягає у тому, щоб розглядати майбутній дохід, що приноситься фінансовим інструментом, як випадкову статичну змінну. Дана модель передбачає, що доходи за окремими інвестиційними об'єктами випадково змінюються у певних визначених межах. Тоді, якщо якимось чином визначити цілком певну ймовірність отримання визначеного розміру доходу по кожному інвестиційному об'єкту, тоді можна отримати розподіл вірогідностей отримання доходу по кожному альтернативному напрямку вкладення коштів. Модель Г. Марковіца припускає, що для спрощення доходи по інвестиційним альтернативам відповідають закону нормального розподілу [79].

Згідно моделі Г. Марковіца визначаються показники, що характеризують обсяг інвестицій і ризик, що дозволяє з погляду поставлених цілей порівнювати різні альтернативи вкладення капіталу між собою і тим самим створювати підґрунтя для оцінки різних їх комбінацій. Для оцінки масштабу очікуваних доходів із ряду можливих доходів в практичній діяльності використовують найімовірніше значення, котре у разі нормального розподілу дорівнюватиме математичному очікуванню [79].

Інвестора, який прагне оптимально вкласти свій капітал, цікавить не тільки порівняння окремих типів цінних паперів між собою, а також і порівняння різних портфелів, тому що це дозволяє використовувати з успіхом ефект розсіювання ризику. Саме з цієї причини традиційно визначають очікуване значення прибутку і дисперсію портфеля.

Очікуване значення доходності портфеля цінних паперів визначається як сума найімовірніших доходів різних цінних паперів, що входять до складу

портфеля. При цьому доходи зважуються на питому вагу вкладення капіталу в кожен цінний папір.

Для дисперсії ця сума застосовується з певними обмеженнями, оскільки зміна курсу акцій на ринку проходить не ізольовано, а охоплює весь ринок в цілому. Тому дисперсія залежить не тільки від ступеня розсіювання вартості окремих цінних паперів, а також від кореляції між змінами курсів окремих цінних паперів.

При сильній кореляції між окремими курсами (якщо всі акції одночасно дорожчають або дешевшають), ризик не можна ані зменшити, ані збільшити шляхом інвестування в різні цінні папери. Якщо ж курси акцій абсолютно не корелюють між собою, то в граничному випадку (портфель містить нескінченне число акцій) ризик можна було б виключити повністю, оскільки коливання курсів в середньому були б рівні нулю.

На практиці число цінних паперів в портфелі завжди є закінченим і тому розподіл інвестицій по різним цінним паперам може лише зменшити ризик, але повністю його виключити неможливо. Отже, при визначенні ризику конкретного портфеля цінних паперів необхідно враховувати кореляцію курсів акцій. В якості показника кореляції Г. Марковіц пропонував використовувати коваріацію між курсами окремих цінних паперів.

Головним досягненням теорії Г. Марковіца стало обґрунтування дуже важливого для сучасної теорії цінних паперів положення про можливість двостороннього аналізу сукупного ризику портфеля цінних паперів. З одного боку, це так званий систематичний ризик, який не можна виключити і до якого схильні всі цінні папери практично в рівній мірі. З іншого боку це специфічний ризик для кожного конкретного цінного паперу, якого можна уникнути за допомогою управління портфелем цінних паперів.

За допомогою розробленого Г. Марковіцем методу критичних ліній можна виділити неефективні портфелі, що не задовольняють встановленим обмеженням. За результатами такого відсіювання залишаються тільки

ефективні портфелі, тобто портфелі, що характеризуються мінімальним ризиком при заданому рівні доходності або приносять максимально можливий дохід при заданому максимальному рівні ризику, на який може піти інвестор.

Іншою поширеною моделлю управління портфелем цінних паперів є **модель У. Шарпа**. Модель Г. Марковіца не передбачає необхідності задавати розподіл доходів окремих цінних паперів; достатньо визначити тільки величини, що характеризують цей розподіл: математичне очікування, дисперсію і коваріацію між доходами окремих цінних паперів.

На практиці зробити такі розрахунки за визначенням очікуваного доходу і дисперсії можливо лише для порівняно невеликого числа цінних паперів. Процедура визначення коефіцієнта кореляції є доволі трудомісткою. Так, наприклад, при аналізі 100 акцій потрібно оцінити близько 500 коваріацій.

Для уникнення такої високої трудомісткості У. Шарп запропонував індексну модель. Причому він не розробив нового методу складання портфеля, а спростив проблему таким чином, що наближене рішення може бути знайдене із значно меншими зусиллями. Шарп ввів так званий β -фактор, який виконує особливу роль в сучасній теорії портфеля. [175]

У індексній моделі У. Шарпа використовується тісна (і сама по собі небажана через зменшення ефекту розсіювання ризику) кореляція між зміною курсів окремих акцій. Передбачається, що необхідні вхідні дані можна приблизно визначити за допомогою всього лише одного базисного чинника і відносин, що пов'язують його зі зміною курсів окремих акцій. Припустивши існування лінійного зв'язку між курсом акції і певним індексом (Індекс ПФТС, DJIA, S&P500), можна за допомогою прогнозної оцінки значення індексу визначити очікуваний курс акції і розрахувати сукупний ризик кожної акції у формі сукупної дисперсії [175].

Зі зростанням обсягів операцій на фондових ринках виникла необхідність розробки моделей, які б давали змогу здійснювати активне

управління портфелем цінних паперів з врахуванням динамічності ринків. З цією метою була розроблена **модель Трейнора-Блека**, яка базувалася припущенні про високу ефективність фондового ринку. Основні положення даної моделі полягали у наступному [185]:

- для ефективної диверсифікації базовим портфелем вважається ринковий індексний портфель (такий портфель пропонується вважати пасивним);
- інвестиційні менеджери, здійснюючи активне управління портфелем цінних паперів, здатні провести достатньо глибокий аналіз обмеженої кількості цінних паперів із усієї їх множини (при цьому вважається, що ціни на цінні папери, що не були проаналізовані, є справедливими);
- структура активного інвестиційного портфелю формується із обмеженої кількості тих цінних паперів, які інвестиційний менеджер вважає недооціненими ринком;
- основу аналізу релевантних факторів формування ефективного портфеля цінних паперів складають прогнози дисперсії доходності індексного портфелю та очікуваної норми його доходності;
- мають бути враховані макроекономічні прогнози показників індексного портфелю та показників активного портфелю з метою визначення ефективного портфелю з ризиковими активами, який формується в результаті комбінуванні активного та пасивного портфелів;
- процес формування активного портфелю та розрахунку його прогнозованої ефективності має включати такі стадії:
 - визначення β -коефіцієнту та залишкової дисперсії кожної акції, що аналізується для визначення цільової ставки доходності по цінним паперам;

- розрахунок очікуваної доходності та визначення аномальної доходності (α -коефіцієнт) як різниці між цільовою та очікуваною доходностями;
- розрахунок оптимальної структури портфелю цінних паперів шляхом оцінки питомої ваги кожного цінного паперу на основі оцінки залишкової дисперсії та α - та β -коефіцієнтів [185];

Варто зазначити, що зважаючи на свою практичну складність, дана модель не знайшла широкого розповсюдження серед інвестиційних менеджерів.

У 1990 р. дана модель була вдосконалена у роботі Ф. Блека та Р. Літтермана [185]. Найважливішим досягненням моделі Блека-Літтермана стала можливість врахування при формуванні та управлінні портфелем цінних паперів інтуїтивних припущень інвестиційного менеджера. Підхід авторів щодо врахування «зворотної оптимізації» для сталого розподілу доходностей портфелю CAPM суттєво вдосконалив існуючі підходи до оцінки доходності портфелю цінних паперів.

Підсумовуючи проведений аналіз найпоширеніших моделей управління портфелем цінних паперів можна констатувати, що жодна з них не придатна для застосування в умовах українського ринку цінних паперів, оскільки:

- усі існуючі моделі управління портфелем цінних паперів базуються на припущенні про наявність актуальної та достовірної інформації про емітента, проте в Україні інформаційна прозорість ринку цінних паперів та й економіки в цілому знаходиться на дуже низькому рівні, що унеможливує проведення ефективного інвестиційного аналізу;
- економіко-математичний апарат, що використовується у зазначених моделях, може ефективно застосовуватися лише при наявності достатньо ґрунтовної статистичної бази. В іншому випадку формування оцінок емітентів та ринку буде неточним, що погіршить

якість інвестиційного аналізу. В Україні статистична база для макрота мікроекономічного аналізу ринку цінних паперів є достатньо малою, крім цього, існує ряд методологічних неузгодженостей в питанні ведення статистики різними органами державної влади, що в свою чергу, ускладнює консолідацію певних статистичних даних.

З огляду на вищезазначене, особливої актуальності набуває розробка науково-теоретичних та практичних положень по вдосконаленню механізму управління портфелем цінних паперів, враховуючи специфіку вітчизняного ринку цінних паперів.

Висновки до розділу 1

У першому розділі дисертаційної роботи нами 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.

За результатами дослідження зроблено наступні висновки.

1. 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 альтернативи грошам, фіктивного капіталу та інвестиційного товару). 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.

2. Автором досліджено генезис теорії та практики операцій з цінними паперами: 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 паперу, 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).

3. В 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, емітенти цінних паперів, територіальний масштаб, переважаюча стратегія торговців, термін здійснення угод тощо).

4. 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.

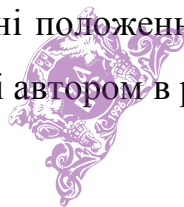
5. Дослідження системно-функціональних особливостей обігу ресурсів на фінансовому ринку України дозволило зробити висновок, що у перспективі найкраще забезпечити потребу вітчизняних домогосподарств у заощадженнях та скласти реальну конкуренцію банкам на певних сегментах

фінансового ринку здатні саме ІСІ, до яких згідно вітчизняного законодавства відносяться пайові та корпоративні інвестиційні фонди.

6. Порівняльний аналіз доходності різних інструментів заощадження населення України у 2010 р. показав, що саме цінні папери ІСІ є найбільш доходним активом серед найпопулярніших інструментів. Так, середньозважена річна доходність ІСІ станом на 3 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.

7. В 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 умовах фондового ринку України. 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.

Основні положення, викладені в даному розділі дисертаційної роботи, опубліковані автором в роботах [168, 169, 170, 173].



РОЗДІЛ 2

РОЗВИТОК МЕТОДИЧНОЇ БАЗИ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ НА ОСНОВІ СИСТЕМНОГО ПІДХОДУ

2.1. Концептуальні засади формування системи управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування в Україні на основі узагальнення специфічних ознак граничних ринків цінних паперів

Перш за все, варто сказати, що найбільший вплив на формування системи управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування має тип ринку, на якому вони здійснюють свою діяльність, адже для різних типів ринків характерні свої особливості ведення інвестиційної діяльності. Найбільш поширеною класифікацією фінансових ринків є класифікація Morgan Stanley Capital International (MSCI), відповідно до якої виділяється 4 групи фінансових ринків:

- «розвинуті ринки» (Developed markets);
- «ринки, що розвиваються» (Emerging markets);
- «граничні ринки» (Frontier markets);
- «ринки країн Ради співробітництва арабських держав Перської затоки» (GCC markets).

Ринок цінних паперів України за цією класифікацією ідентифікується як граничний ринок.

Звісно, кожна країна має власні специфічні особливості функціонування фондового ринку, що залежать не тільки від рівня його розвитку, але й від традицій, що склалися у бізнес-середовищі. Проте, в залежності від рівня розвитку, для національних ринків, що належать до

однієї групи, можна виокремити певні спільні риси. Якщо говорити про граничні ринки цінних паперів (Frontier markets), то серед них ринки країн східної та центральної Європи (FM SEEC) мають найбільше спільних рис з українським фондовим ринком.

Узагальнення специфічних особливостей ринків FM SEEC дасть нам можливість в даному підрозділі дисертаційного дослідження сформулювати перелік функціональних обмежень, що впливають на формування загальних основ системи управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування саме на такому типі ринку.

З метою ідентифікації функціональних обмежень, що впливають на формування загальних основ системи управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування, розглянемо детальніше особливості функціонування фондових ринків групи FM SEEC.

По-перше, організований (біржовий) фондовий ринок як ринок, який адекватно відображає ринкові процеси перерозподілу капіталу в країні, не повністю охоплює весь обсяг операцій з цінними паперами. Так, наприклад в Україні частка організованого фондового ринку у сукупному обсязі операцій з цінними паперами протягом 2006-2009 рр. знизилася з 5,9% до 3,37% (рис. 2.1).

При цьому питома вага позабіржового фондового ринку в інших країнах, ринки яких відносяться до групи FM SEEC, також є досить низькою у порівнянні з розвиненими фондовими ринками. Зокрема, в Японії обсяг операцій на позабіржовому ринку цінних паперів становить лише 1 %, у США – 25%, в Чехії – 60%, в Словаччині – 80%, в Росії – 90%.

Що стосується країн Європи, то в більшості випадків низька питома вага національного організованого ринку цінних паперів пояснюється переходом емітентів та провідних торговців цінними паперами на Лондонську чи Франкфуртську біржу, де існує набагато більше інвестиційних можливостей.

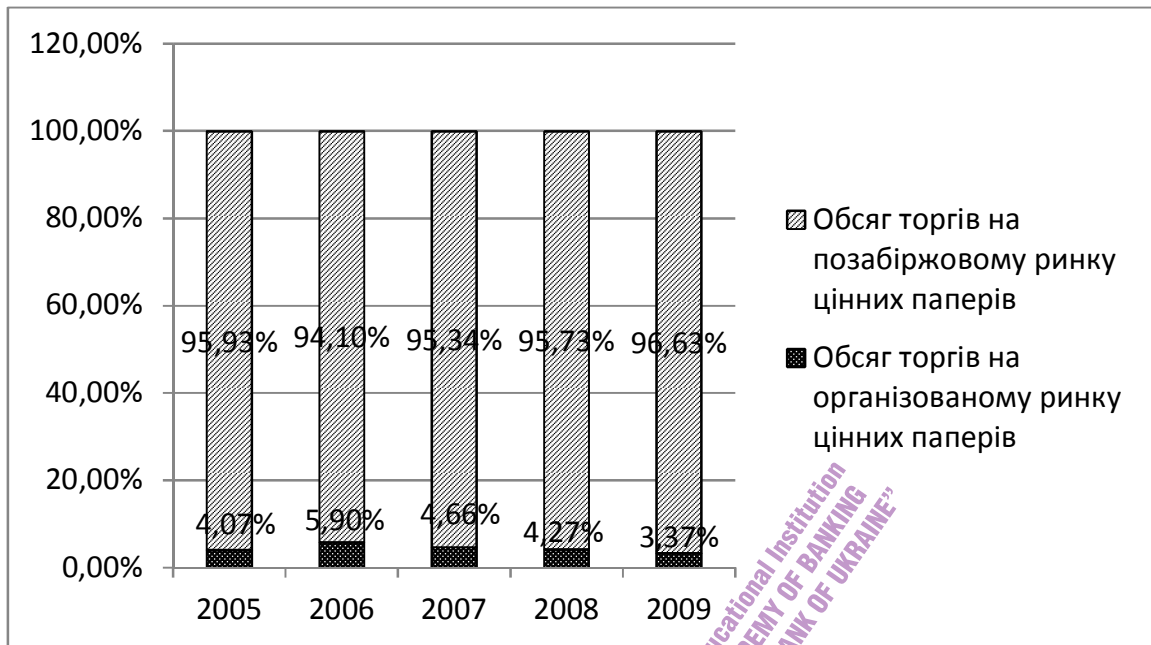


Рис. 2.1. Динаміка співвідношення між організованим та неорганізованим ринком цінних паперів України в 2005-2009 рр. [53-57]

По-друге, за умови, коли переважна частка операцій з цінними паперами виконується поза організованим фондовим ринком, національні фондові індекси не виконують покладених на них функцій і замість відображення тенденцій у зміні вартості емітентів лише відображають коливання ринкової кон'юнктури. Отже, виявити недооцінені або переоцінені цінні папери на такому ринку, керуючись ринковими цінами (курсами), неможливо.

Окрім неадекватності біржових індексів граничні ринки також характеризуються порівняно низькими обсягами торгів по відношенню до національного ВВП (табл. 2.1).

Таке низьке відношення обсягів торгів цінними паперами на організованому ринку до ВВП в країнах з граничними ринками свідчить про неможливість визначення недооціненості чи переоціненості цінного паперу.

Таблиця 2.1

Динаміка зміни відношення обсягу торгів цінними паперами до ВВП на національних фондових біржах в окремих країнах з граничними фондовими ринками та розвиненими ринками, % (складено автором на основі [183, 186])

Країна	Роки									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Україна	0,92	0,59	0,30	0,21	0,31	0,77	1,11	1,41	1,41	0,52
Болгарія	0,46	0,52	1,11	0,99	2,07	5,11	4,77	13,90	3,31	0,85
Хорватія	0,88	0,51	0,55	0,70	1,21	1,80	3,72	6,98	4,96	2,25
Туреччина	67,23	39,76	30,39	32,87	37,59	41,67	42,87	46,73	32,82	39,46
Німеччина	56,26	75,07	61,14	46,97	51,22	63,23	85,25	101,19	84,94	38,51
США	326,30	288,22	243,54	142,53	163,85	170,99	249,45	304,15	253,79	327,83
Росія	7,82	7,47	10,46	18,77	22,11	20,84	51,99	58,04	33,71	55,46

Підсумовуючи вищезазначене, ми можемо зробити висновок, що адекватність курсоутворення на біржових ринках групи FM СЕЕС є надзвичайно низькою по відношенню до реальної економічної ситуації в країні. Тому можна констатувати, що в умовах граничних ринків ефективність індексних фондів буде низькою.

По-третє, як правило, країни, в яких ринок цінних паперів знаходиться на стадії розвитку, відносяться до капіталодефіцитних країн. Це обумовлює складнощі у пошуках додаткових коштів під час активного управління портфелем цінних паперів (висока вартість або тривалий термін залучення). Одним із свідчень нестачі національного капіталу в країні є приріст іноземних інвестицій в економіку країни (табл. 2.2).

Дана особливість функціонування ринків FM СЕЕС свідчить про можливість виникнення у інститутів спільного інвестування проблем з формуванням ресурсної бази, особливо довгострокової.

Динаміка обсягів прямих іноземних інвестицій в окремих країнах з фондовими ринками групи FM СЕЕС та розвиненими ринками в 2004-2009 рр., млн. дол. США (складено автором на основі [188])

<i>Країна</i>	<i>Роки</i>					
	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Україна	1711	7533	5737	9218	9903	4654
Болгарія	2879,178	4004,786	7582,756	12903,08	9194,905	4643,172
Хорватія	732,2567	1551,019	3193,721	4745,581	4683,415	1283,527
Туреччина	2005	8967	19261	19941	15720	6332
Німеччина	-29764,3	-30482,5	-62571	-86391	-112222	-25748,3
США	-170256	76402	-1772	-122839	-12275	-68888
Росія	1662,344	118,3326	6550,425	9157,577	19370,72	-7334,89

По-четверте, для країн з ринком групи FM СЕЕС характерна висока волатильність ринкових курсів, що, в свою чергу, створює видимість нестабільності. Це негативно відображається на схильності населення до заощаджень, спонукаючи його до різких та часто недостатньо мотивованих рухів щодо вибору інструментів заощаджень. Така ситуація в цілому знижує ефективність діяльності інститутів спільного інвестування.

Динаміка фондових індексів по ринкам групи FM СЕЕС та розвинутих ринкам представлена у додатку Д.

По-п'яте, для країн, в яких фондовий ринок ідентифікується як Frontier market, характерна недосконалість законодавства, особливо в контексті тривалості терміну реєстрації зміни власника на цінні папери (табл. 2.3), а також недосконалість системи захисту прав власників цінних паперів.

По-шосте, в країнах, фондові ринки яких ідентифікуються як Frontier market, фінансова система, як правило, є нестабільною та досить сильно залежить від політичних чинників. Так, наприклад у 2009 р. 35,9% населення Болгарії, 28,8% населення Румунії та 35% населення Сербії зазначали, що корумпованість органів державної влади має значний вплив на ведення бізнесу в цих країнах [189].

Таблиця 2.3

Термін реєстрації переходу прав власності на цінні папери документарної й бездокументарної форм існування в окремих країнах (складено автором на основі [88])

<i>Країна</i>	<i>Термін реєстрації переходу прав власності</i>
Великобританія	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 доба через депозитарій; документарна – 2-3 дні через реєстратора
Канада	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 доба через депозитарій; документарна – 2-3 дні для акцій, 14 днів для облігацій через реєстратора
США	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 доба через депозитарій; документарна – 3-10 днів через реєстратора
Франція	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 доба через депозитарій; документарна – 19 днів через реєстратора
Японія	Бездокументарна форма цінних паперів – 1 доба через депозитарій; документарна – 14-21 день через реєстратора
Україна	Бездокументарна форма цінних паперів – до 3 діб через депозитарій; документарна – 14-30 днів через реєстратора

Це суттєво впливає на обсяги залучення довгострокового інвестиційного капіталу на національних фондових ринках і створює перешкоди для вливання іноземного капіталу.

По-сьоме, в країнах з фондовими ринками групи Frontier мають місце диспропорції в структурі фінансової системи. Переважання банківських активів над активами інвестиційних фондів є досить суттєвим, що свідчить загалом про нерозвиненість ринку спільного інвестування в даних країнах порівняно з банківським сектором (табл. 2.4).

Така велика різниця в активах комерційних банків та інвестиційних фондів говорить про те, що саме банки контролюють переважну частину ринку заощаджень в даних країнах. Таким чином, інвестиційним фондам для здійснення ефективної діяльності зі спільного інвестування потрібно приділити увагу питанням формування та управління ресурсною базою, основу якої складають саме заощадження домогосподарств.

Різниця в активах банків та інвестиційних фондів в окремих країнах з фондовими ринками типу Frontier, млн. євро (складено автором на основі [186, 190]).

<i>Країна</i>	<i>Активи інвестиційних фондів</i>		<i>Активи комерційних банків</i>	
	<i>млн. євро</i>	<i>у % до ВВП</i>	<i>млн. євро</i>	<i>у % до ВВП</i>
Болгарія	200	2,13	40100	426,32
Литва	135	2,04	25700	387,56
Румунія	2864	7,86	76450	209,92
Словенія	2179	24,51	33468	376,43
Україна	9470	11,27	87140	103,71

По-восьме, ринки групи Frontier характеризуються низьким рівнем відношення ринкової капіталізації компаній, цінні папери яких обертаються на фондовому ринку, до ВВП (табл. 2.6). Це обумовлено такими причинами:

- низькими обсягами капіталу, що зайнятий в економіці країни в цілому;
- високою продуктивністю праці (високою рентабельністю власного капіталу);
- низьким рівнем секторизації капіталу;
- низькою активністю національного фондового ринку (як наслідок – переважання «блакитних фішок» в структурі портфельів більшості торговців цінними паперами).

Такий низький рівень капіталізації ринків групи Frontier свідчить про низьку популярність фондових інструментів серед суб'єктів національних економік. Наслідком цього є звуження напрямків інвестування для професійних торговців цінними паперами, в тому числі – і для інститутів спільного інвестування.

Динаміка ринкової капіталізації компаній в країнах з граничними та розвиненими фондовими ринками, % ВВП (складено автором на основі [186])

Країна	Роки							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Болгарія	4.70	8.78	11.38	18.70	32.62	55.10	17.75	15.08
Хорватія	15.03	18.09	26.93	29.07	59.14	112.67	38.64	40.67
Естонія	33.18	38.50	51.55	25.14	35.91	28.23	8.29	13.91
Казахстан	5.44	7.86	9.13	18.42	53.93	39.46	23.29	52.82
Литва	10.33	18.86	28.66	31.52	33.87	25.92	7.69	12.03
Румунія	9.95	9.38	15.61	20.81	26.73	26.54	9.96	18.82
Сербія	4.86	7.20	13.84	21.43	37.59	60.77	24.90	27.05
Словенія	19.97	24.55	28.69	22.09	38.98	61.21	21.64	24.27
Україна	7.36	8.58	18.15	28.99	39.79	78.31	13.53	14.79
Сполучені Штати Америки	106.53	130.79	138.19	134.91	145.66	142.37	81.69	105.76
Російська Федерація	35.95	53.49	45.28	71.75	106.85	115.61	23.82	69.99

По-девяте, в країнах, фондові ринки яких ідентифікуються як Frontier markets, рівень довіри населення до небанківських фінансових установ, як правило, є доволі низьким. Ці країни в силу різних причин перейшли до розвитку економіки на ринкових засадах порівняно недавно (20-25 років тому), тому централізація потоків капіталу та державний контроль за ними є необхідними передумовами економічного зростання. Даний фактор і обумовив пріоритетний розвиток саме банківського сектору в досліджуваних країнах, і як наслідок – переважання саме банківських інструментів серед напрямків заощадження суб'єктів національних економік.

Таким чином, розглянувши особливості функціонування граничних ринків країн Східної та Центральної Європи, можемо виділити наступні функціональні обмеження:

- 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 фондів інструментів;
- низька питома вага організованого фондового ринку.

Зазначені обмеження здійснюють визначальний вплив на систему управління портфелем цінних паперів, функціональні підсистеми якої представлені на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Функціональні підсистеми управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування (складено автором)

Розглянемо кожен з цих функціональних підсистем управління портфелем цінних паперів ІСІ окремо.

Питання формування *ресурсної бази* інституту спільного інвестування є надзвичайно важливим в контексті здійснення ним інвестиційної діяльності. Протягом 2005-2006 рр. обсяги залучення ресурсів інститутами спільного інвестування характеризувалися позитивною динамікою (рис. 2.3). Загалом, за 2005-2009 рр. обсяги емісії вітчизняних інвестиційних фондів зросли більш, ніж у два рази, що свідчить про позитивну динаміку їх розвитку. Варто зазначити, що початок світової фінансової кризи призвів до

різкого скорочення обсягів емісії цінних паперів інститутів спільного інвестування. Так, у 2009 році ресурсна база вітчизняних ІСІ скоротилася майже на 22%, у той час як обсяг депозитів комерційних банків за аналогічний період скоротився лише на 7%. Це свідчить про більшу стабільність ресурсної бази саме комерційних банків.

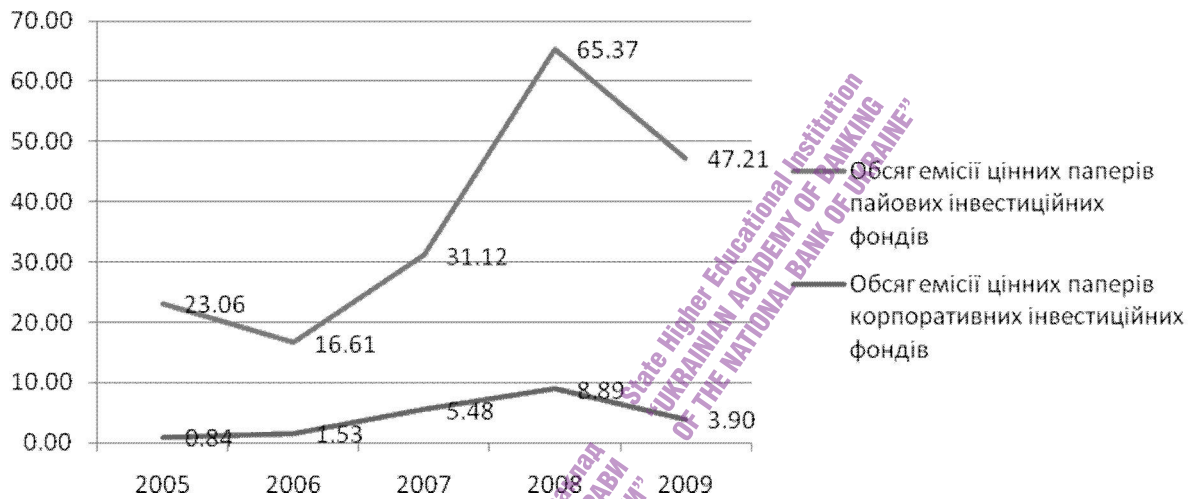


Рис. 2.3. Динаміка обсягів залучення коштів інститутами спільного інвестування України протягом 2005-2009 рр., млрд. грн. (складено автором на основі [3-7])

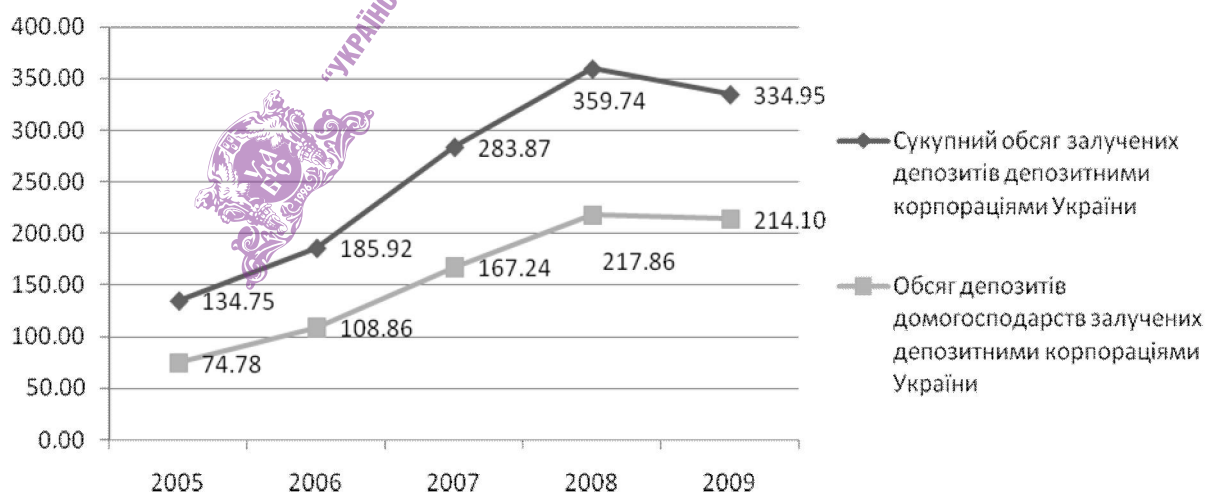


Рис. 2.4. Динаміка обсягів залучених депозитів депозитними корпораціями України протягом 2005-2009 рр., млрд. грн. (складено автором на основі [7-12])

Як видно із рис. 2.3 та 2.4, депозитна база комерційних банків перевищує ресурсну базу інститутів спільного інвестування більш, ніж у 6,5 разів.

На нашу думку, основними проблемами формування ресурсної бази інститутів спільного інвестування України є:

1. Недовіра населення та підприємств до небанківських фінансових установ через малий термін їх існування та відсутність традицій заощадження через небанківські фінансові установи. Наслідками цього є висока конкуренція з банками щодо залучення вільних заощаджень населення та тимчасово вільних коштів підприємств.

2. Законодавча незахищеність інвесторів при отриманні ІСІ збитків. Це виражається у відсутності ефективного механізму гарантування інвесторам ІСІ збереження їх інвестицій (певного аналогу Фонду гарантування вкладів фізичних осіб). Наприклад, у Сполучених Штатах Америки діє спеціальна гарантійна програма Казначейства США по гарантуванню вкладів для окремих видів взаємних фондів – Treasury's Guarantee Program for Money Market Mutual Funds.

3. Висока схильність населення страхувати внутрішньоекономічні ризики через переведення власних заощаджень в іноземну валюту (рис. 2.5), що ускладнює їх залучення інститутами спільного інвестування (оскільки формувати власні фонди та здійснювати торгову діяльність на фондовому ринку ІСІ можуть лише в національній валюті).

4. Нестабільність економіки, що обумовлює малий термін розміщення заощаджень. Найбільш популярним терміном розміщення банківських депозитів сьогодні є 1 рік. Оскільки ефективний термін інвестування в Україні становить 3-5 років, виникають суттєві проблеми в підтримці ресурсної бази ІСІ через відсутність довгострокових вкладів, що поглиблюються вузькістю інструментарію в залученні нових ресурсів.

Таким чином, займаючи досить невелику частку вітчизняного ринку заощаджень, інститути спільного інвестування повинні більше уваги приділяти питанням формування та управління власною ресурсною базою.

Другою підсистемою управління портфелем цінних паперів ІСІ є **управління ризиками**. Інвестиційна діяльність в Україні є досить ризикованою. Одним з найпоширеніших ризиків українського ринку цінних паперів є ризик дефолту емітента. В першу чергу, це стосується боргових цінних паперів. За даними компанії «Кредит-рейтинг», у 2009 р. в Україні було зареєстровано 23 технічні дефолти за процентними облігаціями на загальну суму близько 1,2 млрд. грн., що склало майже 12% від загальної суми емітованих корпоративних облігацій у 2009 р. [57].

Розглядаючи проблему управління ризиками при управлінні портфелем цінних паперів ІСІ, слід зауважити, що для ринків, ідентифікованих як ринки FM СЕЕС, характерні ті ж ризики, що і для інших ринків. Відмінність полягає лише у різному значенні кожного ризику для окремого ринку. Якщо для ринків групи Developed markets можна говорити про близькість рівнів ризиків для кожної країни в межах групи, то в групах Emerging markets та, особливо, Frontier markets національні особливості ведення економічної діяльності призводять до значних відмінностей між значеннями одного і того ж ризику для окремих країн в межах однієї групи. Проте можна виділити в межах групи Frontier підгрупу ринків, для яких основні макроекономічні показники будуть співставними (наприклад, ринки країн східної та центральної Європи – FM СЕЕС).

Основними спільними проблемами управління ризиками при портфельному інвестуванні інститутами спільного інвестування на ринках цінних паперів групи FM СЕЕС пропонується вважати наступні:

1. Невисокий рівень капіталізації компаній призводить до звуження можливостей для ефективної диверсифікації портфелю. Ті ж цінні папери, які в достатній мірі представлені на ринку, як правило, між собою сильно корелюють.

2. Економіка країн, фондові ринки яких ідентифікуються як FM CEES, характеризуються нестачею національного інвестиційного капіталу та значною залежністю від зовнішніх інвестицій. Про це свідчать значні позитивні сальдо платіжних балансів цих країн за останні 5 років [188]. Така ситуація може призвести до складнощів у пошуках додаткових джерел фінансових ресурсів для фінансування оперативного управління портфелем цінних паперів.

3. Фондові ринки країн групи FM CEES знаходяться на початкових стадіях розвитку, тому багато цінних паперів, які є досить поширеними на розвинутих ринках, на граничних ринках або відсутні взагалі, або присутні лише частково. Перш за все, мається на увазі усе різноманіття похідних цінних паперів (в Україні законодавством [40, 126] дозволені до обігу ф'ючерсні контракти, опціони, форварди, свопи та варанти, проте через відсутність законодавчої бази по регулюванню їх обігу та ринкової практики, вони користуються низькою популярністю серед торговців та емітентів). Через високу ризикованість та складність розробки ефективних механізмів контролю та регулювання ринку деривативів, останні майже відсутні на ринках, це звужує можливості хеджування інвестиційних ризиків, а отже – знижує ефективність портфельного менеджменту в цілому.

Управління активами ІСІ – це найбільш складна функціональна підсистема управління їх портфелем цінних паперів. Формування портфелю цінних паперів інституту спільного інвестування вимагає наявності потужної інформаційної бази як про емітентів цінних паперів, так і про фондовий ринок в цілому. Питання розкриття інформації на ринку цінних паперів є дуже проблемним. З однієї сторони, високий ступінь розкриття інформації емітентом буде сприяти підвищенню інтересу до його цінних паперів з боку торговців та свідчити про чесність та відкритість такої компанії. З іншого боку, надлишкова відкритість інформації створює ризики використання її конкурентами у боротьбі за ринкові позиції. Недостатня відкритість інформації емітентом захищає його від конкурентних втрат, проте не дає

змоги торговцям адекватно оцінити фінансовий стан емітента та створює видимість його недобросовісності. За даними агентства Standard & Poor's, у 2010 р. індекс прозорості України, що відображає середнє значення прозорості 36 вітчизняних компаній, які мають найбільший рівень капіталізації, дорівнює 23,9%. Дане значення набагато нижче від аналогічних показників промислово розвинутих країн та є навіть нижчим, ніж середнє значення інформаційної прозорості 30 найбільших банків України, що складає 42,7% (табл. 2.6) [144].

Таблиця 2.6

Рівень інформаційної прозорості банків України, 2010 р. [144]

Місце у 2010 р.	Місце в 2009 р.*	Назва банку	Бал, %	Структура власності і права акціонерів, %	Фінансова і операційна інформація, %	Склад і структура Спостережної ради і менеджменту, %	Бал в 2009р., % та динаміка (↑ або ↓)*
1	1	ВіЕйБі Банк	65,1	83,7	58,8	60,3	71,4 (↓)
2	10	ПУМБ	60,9	66,1	61,2	52,3	55,9 (↑)
3	5	Приватбанк	60,3	67,0	60,0	51,5	61,2 (↓)
4	-	ОТП Банк	58,8	68,2	58,5	47,6	-
5	7	Райфайзен банк Аваль	58,8	75,4	54,2	52,4	57,1 (↑)
6	-	УниКредит Банк	51,4	60,5	50,4	41,0	-
7	4	Укрексімбанк	50,8	63,0	51,0	33,9	62,1 (↓)
8	6	Укрсоцбанк	49,7	72,0	42,4	42,1	57,4 (↓)
9	-	Фінанси та кредит	46,9	64,7	41,5	41,0	-
10	-	УкрСиббанк	46,1	55,7	44,4	38,7	-
Середній бал по 10 банкам-лідерам			54,9	67,6	52,2	46,1	61,3 (↓)
Середній бал по 30 найбільшим банкам України які досліджувались			42,7	56,3	37,5	42,2	48,8 (↓)

*Знак «-» означає що у 2009 р. банк не увійшов до десяти кращих за рівнем інформаційної прозорості.

Іншим проблемним питанням ринків групи FM СЕЕС є низька активність торговців на ринку, що в контексті управління активами інституту спільного інвестування звужує можливості щодо формування достатньої інформаційної бази для прогнозування динаміки ринку за допомогою інструментів технічного аналізу. Більше того, сьогодні взагалі відсутня достовірніа інформація про операції на неорганізованому ринку, що мають досить велику питому вагу в загальному обсязі операцій з цінними паперами.

Оскільки процес інвестування, як правило, триває більше одного року, то на такий тривалий період скласти достовірний макроекономічний прогноз досить важко, тим більше, коли країна перебуває в трансформаційному стані.

З цього випливає, що будувати портфель цінних паперів, використовуючи всю ресурсну базу та базуючись на результатах макроекономічних прогнозів, буде вкрай ризиковано. Необхідно мати у резерві певну частину ресурсів у ліквідній формі, для того щоб мати змогу швидко змінити складові портфелю, у випадку, коли економічні прогнози виявляються хибними. Саме тому наступною функціональною підсистемою управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування є ***управління ліквідністю портфелю цінних паперів.***

Фондові ринки групи FM СЕЕС характеризуються малою кількістю операцій порівняно з розвинутими або навіть ринками, що розвиваються. Для таких ринків також характерне існування правила закриття біржі при значному зниженні вартості індексного кошику (як правило, зниження біржового котирування більше, ніж на 10% може призвести до зупинки торгів або по окремому цінному паперу, або в цілому по біржі). Звісно, в кризових умовах або в умовах високої волатильності, яка характерна для граничних ринків, таке правило може згубно відобразитися на ефективності управління портфелем цінних паперів. Більше того, небанківські фінансові посередники є більш вразливими до зміни схильності населення до заощадження, ніж банківські установи. Це обумовлено більшою довірою суб'єктів ринкових відносин до комерційних банків через їх кращу капіталізацію, вищими вимогами до фінансової стійкості з боку органів державної влади та більшою диверсифікацією активів. Тому банківські інструменти заощадження сприймаються населенням як менш ризиковані, а отже – в кризових умовах при зниженні схильності до заощадження банківські пасиви будуть менш вразливими, ніж пасиви небанківських фінансових посередників, зокрема – інститутів спільного інвестування. Отже, для торговців цінними паперами на ринках групи FM СЕЕС надзвичайно

важливим елементом управлінської системи буде управління ліквідністю портфелю цінних паперів для забезпечення можливості швидкого реагування на зміни ринкової кон'юнктури.

Що стосується ліквідності окремих цінних паперів на українських біржах, то найбільш ліквідними є так звані «блакитні фішки», тобто найбільш надійні цінні папери, які користуються найбільшим попитом серед торговців цінними паперами. На кінець 2009 р. до переліку «блакитних фішок» Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку відносила 24 цінних папери, (табл. 2.7). Варто зазначити, що з цінними паперами саме цих емітентів здійснюється найбільша кількість реальних торгових операцій на вітчизняних біржах. Окрім стабільного приросту ринкових курсів даних цінних паперів, вони становлять інтерес для інвесторів через стабільну виплату дивідендів. Так, зокрема у 2009 р. емітентами «блакитних фішок» було сплачено 67,41 млн. грн. дивідендів (в тому числі 23,4 млн. грн. ВАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго», 13,67 млн. грн. ВАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат», 9,25 млн. грн. ВАТ «Західенерго») [57].

Таким чином, проаналізувавши системно-функціональні особливості розвитку фондових ринків групи FM СЕЕС, можемо констатувати, що визначені нами обмеження граничних ринків групи FM СЕЕС здійснюють вплив на всі без винятку функціональні підсистеми управління портфелем цінних паперів.



Емітенти «блакитних фішок», які внесено до біржових реєстрів
вітчизняних організаторів торгівлі [57]

<i>Організатор торгівлі</i>	<i>Назва емітента</i>	<i>Вид цінного паперу</i>	<i>Рівень лістингу</i>
ПФТС	ВАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Західенерго»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Центренерго»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Укрнафта»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Інтертайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Мотор Січ»	акції	1
ПФТС	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	акції	2
ПФТС	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	облігації	2
ПФТС	ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	облігації	1
ПФТС	ВАТ «Азовсталь»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Дніпроенерго»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Снаківський металургійний завод»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Укрсоцбанк»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Укрсоцбанк»	облігації	2
ПФТС	ВАТ «Алчевський металургійний комбінат»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Донбасенерго»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Концерн Стирол»	акції	1
ПФТС	ВАТ «Полтавський ГЗК»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Маріупольський завод важкого машинобудування»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Сумське машинобудівне НВО ім. Фрунзе»	акції	2
ПФТС	ВАТ «Укртелеком»	акції	1
УБ	ВАТ «Мотор Січ»	акції	2
УБ	ВАТ «Укртелеком»	акції	1
УБ	ВАТ «Концерн Стирол»	акції	1

Варто зазначити, що окрім системного підходу до управління портфелем цінних паперів ІСІ, у світовій практиці досить поширений процесний підхід. Реалізація системи управління портфелем цінних паперів у часі з урахуванням визначених функціональних обмежень обумовлює виділення наступних етапів управління портфелем цінних паперів: формування інвестиційної стратегії, формування фонду інвестиційних ресурсів, розподіл фонду інвестиційних ресурсів, формування портфелю цінних паперів та розміщення резервного фонду інвестиційних ресурсів, поточне управління ними, ліквідація інвестиційного портфелю. Поєднання цих підходів зображено на рис. 2.5.

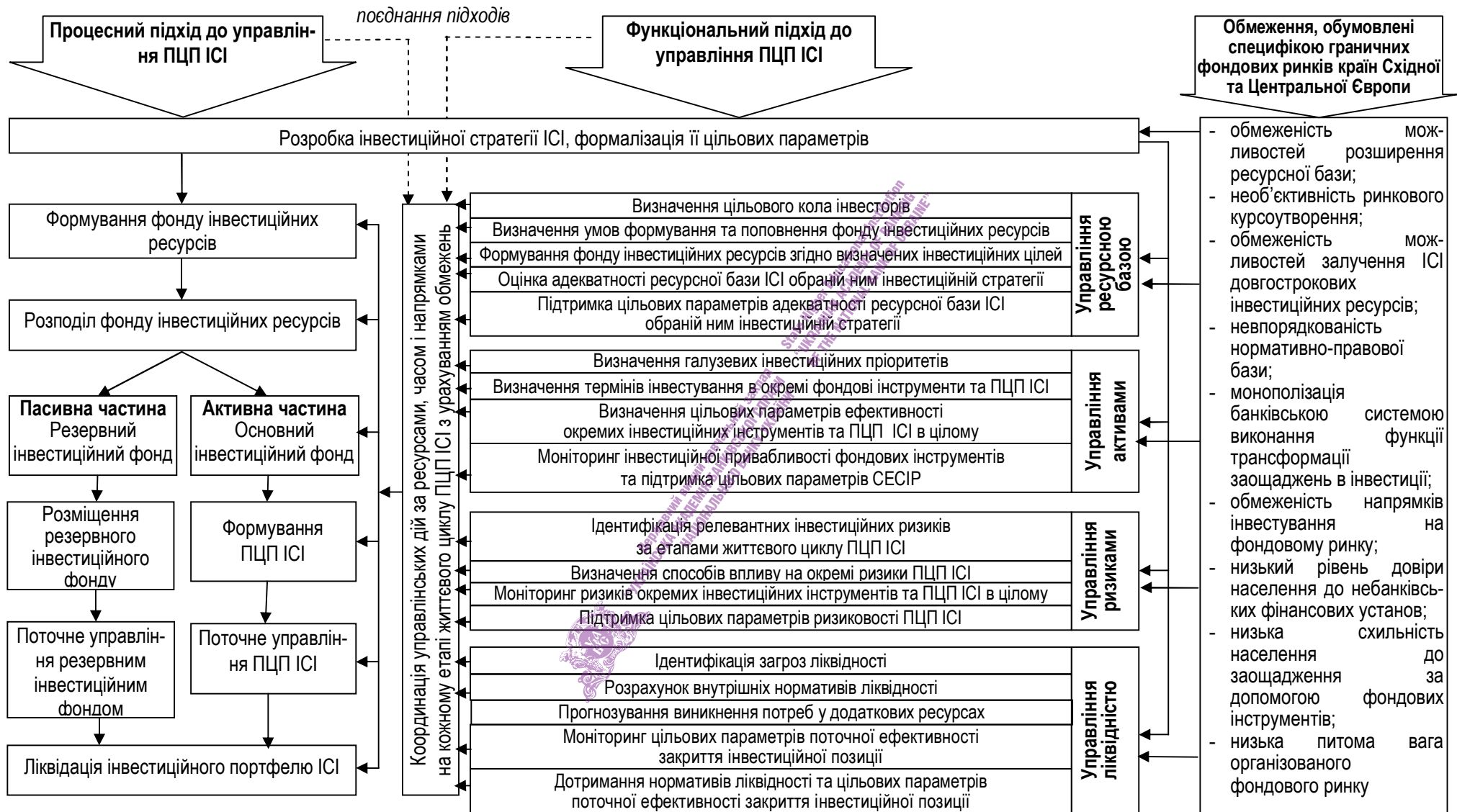


Рис. 2.5. Концептуальні засади формування системи управління ПЦП ІСІ на основі поєднання процесного та функціонального підходів та з урахуванням впливу функціональних обмежень

Запропонована система управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування дасть змогу поєднати функціональний та процесний підхід та підвищити стійкість інституту спільного інвестування до впливу негативних екстерналій шляхом врахування релевантних факторів на всіх етапах процесу управління портфелем цінних паперів. При цьому важливо зазначити, що найбільшою мірою визначені обмеження мають бути враховані при формуванні інвестиційної стратегії інституту спільного інвестування. Зважаючи на низький рівень довіри населення до небанківських фінансових установ в цілому та до інститутів спільного інвестування зокрема, вважаємо за доцільне розглянути механізми узгодження інвестиційних очікувань потенційних інвесторів інституту спільного інвестування та цільових параметрів його інвестиційної стратегії при управлінні ресурсною базою.

Вирішенню саме цієї проблеми і буде присвячений наступний підрозділ дисертаційної роботи.

2.2. Розвиток методичних засад управління ресурсною базою інститутів спільного інвестування

Наявність достатнього обсягу фінансових ресурсів належної якості є на сьогодні однією з основних передумов ефективного управління інвестиційним портфелем інституту спільного інвестування. Особливо гостро стоїть питання залучення ресурсів інститутами спільного інвестування у країнах, фондові ринки яких знаходяться в процесі становлення.

В межах авторської системи управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування ми виділили окремо підсистему управління ресурсами. Вона є базовою підсистемою, яка закладає стратегічні

підвалини ефективного портфельного управління інститутом спільного інвестування.

В межах підсистеми управління ресурсами інституту спільного інвестування пропонується цілий виокремити ряд елементів, що представлені на рис. 2.6.



Рис. 2.6. Структура підсистеми управління ресурсною базою інституту спільного інвестування (розроблено автором)

Розглянемо зміст цих елементів окремо.

Визначення цільового кола інвесторів є однією з центральних складових запропонованої підсистеми управління ресурсною базою інституту спільного інвестування. Розробляючи стратегію інституту спільного інвестування, відповідальним особам слід пам'ятати наступне правило: якнайкраще задоволення потреби у заощадженні клієнтів є запорукою надійної, стабільної та довгострокової ресурсної бази для інвестиційного фонду. Проте на практиці кожен інвестор має власні інвестиційні вподобання, схильність до ризику, рівень довіри до фінансового сектору, реакцію на економічні, політичні та інші події в країні та за кордоном, а отже реакція інвесторів на політику та результати діяльності фонду буде різною.

Формуючи стратегію інвестиційного фонду, неможливо врахувати цілі абсолютно всіх інвесторів, тому логічним буде формування стратегії, орієнтованої на певну групу інвесторів, які мають однакові або близькі

інвестиційні вподобання. Наприклад, інвестори з високою схильністю до ризику та очікуваннями значних доходів за своїми інвестиціями вкладають в венчурний інвестиційний фонд не останні гроші, і втрата цих грошей не буде для них катастрофічною. У той же час, розміщення своїх тимчасово вільних коштів на депозитних рахунках, у дорогоцінних металах, або в інших високонадійних та низькодохідних фінансових інструментах не задовольнить їх потребу у заощадженні, оскільки вони мають більш високі очікування щодо потенційної доходності власних інвестицій. Традиційно венчурні фонди в Україні вкладають свої кошти у галузі з високим рівнем рентабельності (наприклад, у 2006-2008 рр. – у будівельну), або у цінні папери компаній, які щойно з'явилися на фондовому ринку, і від яких очікують бурхливого зростання за короткий період.

Тому, враховуючи кадрові можливості компанії з управління активами та ринкові умови, формування цільового кола інвесторів повинно відбуватися за умови дотримання найбільшої адекватності ресурсної бази. Компанія з управління активами повинна спрямовувати свої рекламні та управлінські зусилля на ефективний розподіл потенційних інвесторів між наявними інвестиційними фондами.

Як правило, в управлінні КУА перебуває не один інститут спільного інвестування. Створюючи різноманітні фонди, КУА орієнтується на наступні фактори:

- загальний стан економіки країни;
- потенційні можливості залучення грошових ресурсів для формування фондів;
- внутрішні можливості для слідування різним стратегіям інвестування (наявність необхідних кваліфікованих трудових ресурсів);
- законодавчі обмеження;
- потенційну доходність від діяльності фонду;

- рівень конкуренції (перш за все – за потенційні грошові ресурси) між КУА.

Основні законодавчі обмеження, що здійснюють вплив на функціонування інститутів спільного інвестування наведені в таблиці 2.8.

Таблиця 2.8

Основні законодавчі обмеження діяльності інститутів спільного інвестування (складено автором на основі [120])

Види ІСІ	Обмеження при функціонування ІСІ
Диверсифіковані	1. В структурі активів інвестиційного фонду принаймні 30% мають складати грошові кошти, строкові депозити або ощадні сертифікати та облігації комерційних банків. 2. Забороняється інвестувати в акції одного резидента більше 5% власних активів. 3. Забороняється тримати більше ніж 20% активів в облігаціях та більше ніж 40% в акціях резидентів України. 4. Обмежується питома вага в структурі активів ІСІ державних цінних паперів гарантованих урядом України – 25%, цінних паперів гарантованих іноземними урядами – 20%. 5. Цінні папери органів місцевого самоврядування не можуть перевищувати 10% в структурі активів ІСІ. 6. Частка цінних паперів іноземних емітентів не повинна перевищувати 20%. 7. Інші, дозволені законодавством активи, не можуть перевищувати в структурі активів ІСІ 5%
Венчурні	Активи не диверсифікованих фондів мають більше ніж на 50% складатися з недопущених до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі цінних паперів. Розміщення цінних паперів такого фонду може відбуватися тільки серед юридичних осіб
Недиверсифіковані	У даному типі ІСІ в структурі активів цінні папери, недопущені до торгів на організованому фондовому ринку, не можуть перевищувати 50%

Отже, зважаючи на вищезазначені фактори, визначення цільового кола інвесторів пропонується здійснювати у наступній послідовності:

- 1) аналіз загального стану розвитку економіки країни, визначення потенційних напрямків інвестування;
- 2) визначення внутрішніх можливостей для управління інститутами спільного інвестування (визначення наявного та потенційного кадрового резерву для реалізації завдань інвестиційного менеджменту, визначення кількості та типів ІСІ, що будуть створені);

- 3) визначення інвестиційних стратегій для кожного ІСІ, що планується створити;
- 4) групування інвестиційних цілей за кожною інвестиційною стратегією для створення ефективної рекламної кампанії по залученню тимчасово вільних коштів суб'єктів економічної діяльності;
- 5) формування попереднього кола інвесторів ІСІ, таргетування цільових факторів адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії;
- 6) оцінка адекватності ресурсної бази в розрізі кожного інституту спільного інвестування, що створені КУА;
- 7) у випадку низького рівня адекватності ресурсної бази, пошук можливостей по перегрупуванню інвесторів (зміна ІСІ), корегування цільових показників інвестиційної стратегії ІСІ та інших способів підвищення адекватності ресурсної бази ІСІ;
- 8) формування остаточного кола інвесторів ІСІ, розрахунок кінцевих параметрів адекватності ресурсної бази.

На нашу думку, стратегія інституту спільного інвестування повинна розроблятися після визначення цільового кола інвесторів та до початку безпосереднього залучення коштів до інвестиційного фонду. Наявність стратегії дасть змогу залучити до фонду кошти тих інвесторів, які зорієнтовані саме на визначені інвестиційні цілі, а отже вони будуть найбільш лояльними до фонду та найменш схильними до виведення власних інвестицій до інших проектів, звісно, якщо менеджери ІСІ будуть дотримуватися визначеної стратегії. Визначення стратегії інвестування полягає у формуванні пріоритетних цілей та встановленні орієнтовних параметрів портфелю, таких як: пріоритетні галузі інвестування, рівень диверсифікації портфелю цінних паперів ІСІ, співвідношення між різними типами цінних паперів та інших фінансових інструментів у складі інвестиційного портфелю, припустимі рівні ризиків та можливі сценарії дій у

разі зміни економічної ситуації в країні/світі тощо. Дані цілі та прогнозні параметри портфелю мають бути доведені до потенційних інвесторів – учасників інвестиційного фонду, для формування ресурсної бази, яка була б найбільш адекватною обраній стратегії.

Адекватність ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії на нашу думку слід розраховувати після закінчення формування фонду.

Основними релевантними факторами адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії пропонуємо вважати наступні:

- термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в інвестиційний фонд;
- очікуваний середній рівень доходності за цінними паперами інституту спільного інвестування;
- максимальний рівень збитковості цінних паперів фонду, при якому інвестор не буде прагнути вивести свої кошти;
- потенціал розширення ресурсної бази ІСІ в майбутньому.

На практиці оцінку адекватності ресурсної бази пропонується здійснювати через співставлення значення вищезазначених показників, що задовольняють інвесторів та тих значень, що визначені експертним методом як найбільш адекватні поточним та прогнозованим ринковим умовам та закладені в обрану інвестиційну стратегію (табл. 2.9).

Важливо зазначити, що оптимальною буде ситуація, коли $RBA = 0$, що буде означати, що сподівання інвесторів повністю відповідають ринковим очікуванням, а отже ризик втрати довіри інвесторів до ІСІ буде мінімальним. Проте на практиці такої ситуації досягнути майже неможливо, частіше зустрічаються проміжні значення, які вимагають від КУА дій, спрямованих на покращення адекватності ресурсної бази ІСІ.

Особливості оцінки релевантних факторів адекватності ресурсної бази ІСІ його інвестиційній стратегії (розроблено автором)

Релевантний фактор	Значення фактору визначені відповідно до вимог інвесторів	Підхід до таргетування фактору
Термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ	Розраховується на основі анкетування інвесторів інституту спільного інвестування	На основі трьохрічної ковзної середньої тривалості депозитних вкладів населення у комерційні банки
Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ		Шляхом визначення максимального значення трьохрічної ковзної середньої двох параметрів: вартості банківських депозитів та рівня інфляції
Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ		На основі оцінки коефіцієнту неприйняття ризику Ерроу-Пратта
Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ		На основі трьохрічної ковзної середньої темпу приросту обсягу ресурсної бази ІСІ

Коефіцієнт адекватності ресурсної бази ми пропонуємо розраховувати за наступною формулою:

$$RBA = \sum_{j=1}^4 RBA_j \cdot v_j = \sum_{j=1}^4 \frac{v_j}{x_j^{IS}} \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_{ij} - x_j^{IS})^2}{n}}, \quad (2.1)$$

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

Варто зазначити, що використання фінансових інструментів для забезпечення потреби у заощадженні викликано двома основними причинами:

- можливістю отримання додаткового доходу (за рахунок приросту вартості, відсоткових платежів тощо);
- можливістю зниження ризиків (інфляційного, валютного, процентного тощо).

Щодо використання цінних паперів інститутів спільного інвестування для задоволення потреби у заощадженні, то слід констатувати, що даний фінансовий інструмент використовується переважно через можливість отримання додаткового доходу (частіше за все – набагато більшого, ніж дохід, який може бути забезпечений за рахунок банківських депозитів). Через те, що інвестиції в інститути спільного інвестування не мають ніяких гарантій, вони не підходять для зниження ризиків, оскільки самі по собі є досить ризикованими. Отже, маючи на меті отримання додаткового доходу (враховуючи визначені нами релевантні фактори адекватності ресурсної бази), інвестор інституту спільного інвестування в залежності від кінцевих результатів купівлі-продажу цінних паперів ІСІ може:

- продовжити в подальшому користуватися послугами даного ІСІ чи КУА, задовольнившись результатами інвестування;
- продовжити співпрацю з ІСІ чи КУА, не в повній мірі досягнувши поставлених цілей через невелику різницю між власними очікуваннями та отриманими результатами;
- припинити співпрацю з ІСІ чи КУА, не задовольнивши власну потребу у заощадженні (отримавши збиток або менший дохід, ніж очікувалося);
- достроково припинити співпрацю з ІСІ через значні розбіжності між власними очікуваннями та імовірними результатами інвестування.

Зважаючи на вищезазначене, пропонується виділити чотири рівні адекватності ресурсної бази в залежності від значення коефіцієнту *RBA* (табл. 2.10).

Характеристика інтервалів значень коефіцієнту адекватності ресурсної бази ІСІ в контексті впливу на управління інвестиційним фондом
(розроблено автором)

Інтервали значень RBA (визначені статистичним методом)	Можливі наслідки для ІСІ	Дії з боку КУА
$0 \leq RBA < 0,25$ Високий рівень адекватності ресурсної бази	Свідчить про співпадання інтересів інвесторів та встановлених інвестиційних цілей ІСІ. За умови умілого управління інвестиційним фондом (навіть в разі простого слідування за ринком) потреба клієнтів у заощадженні буде майже повністю задоволена, що в майбутньому обумовить зростання довіри до даного ІСІ та КУА	Початок інвестиційно-підготовчого етапу (див. підрозділ 3.1 дисертаційної роботи)
$0,25 \leq RBA < 0,5$ Середній рівень адекватності ресурсної бази	Інтереси інвесторів та обрана інвестиційна стратегія не в повній мірі співпадають. Задоволення інтересів інвесторів в повній мірі вимагатиме від інвестиційних менеджерів ризикованих дій. Проте часткове незадоволення інвестиційних інтересів клієнтів ІСІ не призведе до різкого падіння довіри, оскільки з часом (зі зростанням поінформованості про ринкову ситуацію) можуть змінитися цільові показники інвесторів	Розглянути можливість переорієнтації частини клієнтів фонду на інший інвестиційний фонд, цілі якого в більшій мірі відповідають цілям даних інвесторів
$0,5 \leq RBA < 0,75$ Низький рівень адекватності ресурсної бази	Інвестиційному фонду не вдасться в повній мірі задовольнити потребу клієнтів у заощадженнях. Початок інвестиційної діяльності за таких умов призведе до падіння довіри клієнтів та відтоку інвестиційного капіталу у майбутньому	Розглянути можливість переорієнтації частини клієнтів на інший інвестиційний фонд, продовжити організаційно-підготовчий етап з посиленням інформування потенційних клієнтів про поточну та прогнозу ринкову ситуацію
$0,75 < RBA$ Критичний рівень адекватності ресурсної бази	Цілі інвесторів кардинально не відповідають обраній інвестиційній стратегії фонду. Це може свідчити про неврахування інвесторами поточної економічної ситуації або наявність помилок у прогнозуванні тенденцій ринку. Організаційно-підготовчий етап був реалізований неефективно, або суспільство не готове сприйняти адекватну інформацію про реальний стан розвитку економіки	Розглянути можливість коригування інвестиційної стратегії, посилити інформування клієнтів про реальну економічну ситуацію та тенденції розвитку вітчизняної економіки

Як вже зазначалося, основними релевантними факторами адекватності ресурсної бази ІСІ обраній ним інвестиційній стратегії є:

- термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ;

- очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ;
- максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ;
- потенціал розширення ресурсної бази ІСІ.

Викладемо авторський погляд на розуміння змісту кожного з них.

Термін, на який інвестор готовий вкласти кошти в ІСІ.

Таргетування даного параметру пропонується здійснювати в залежності від інвестиційної стратегії ІСІ:

- на основі середньої тривалості депозитних вкладів населення у комерційні банки;
- на основі середньої тривалості кредитів комерційних банків за виключенням іпотечних кредитів;
- на основі середньострокових коливань національних фондових індексів, середньостатистичних термінах між максимальними падіннями та зростаннями значень індексів;

При формуванні інвестиційної стратегії важливо спланувати періоди найбільшого відтоку коштів з ІСІ. В першу чергу це стосується відкритих інвестиційних фондів, клієнти яких можуть у будь-який час звернутися до ІСІ з вимогою про викуп цінних паперів даного ІСІ. Правильне планування даних періодів забезпечить наявність необхідного обсягу грошових коштів для здійснення інвестиційної діяльності та сприятиме ефективному виконанню стратегічних цілей.

При визначенні клієнтом ІСІ цільового терміну інвестування, який таргетується у інвестиційній стратегії як період часу між піковими значеннями відтоку коштів із інвестиційного фонду, визначальне значення матимуть фактори, представлені у табл. 2.11.

Фактори впливу на тривалість інвестицій у цінні папери ІСІ

Фактор впливу	Характеристика напрямків впливу
Волатильність фондового ринку	Висока волатильність вимагає від ІСІ високої оперативності реагування. Окрім цього, саме через високу волатильність ринку виникають суттєві проблеми у прогнозуванні подальшого розвитку ринку та реакції його учасників. Зростання волатильності означатиме скорочення термінів, на які домогосподарства вкладатимуть кошти у фінансові інструменти в цілому і у цінні папери інститутів спільного інвестування зокрема
Стадія економічного розвитку країни	В залежності від стадії економічного циклу розвитку країни змінюється активність суб'єктів господарювання, Під час зміни стадії циклу відбувається зміна інвестиційних очікувань населення, що відображається на потенційних можливостях формування ресурсної бази ІСІ
Рівень розвитку фінансового ринку	Загальний рівень розвитку фінансового ринку визначає рівень активності її суб'єктів у тому числі і на фондовому ринку та загальну кількість інвестиційних альтернатив. Чим менше інвестиційних альтернатив є на ринку, тим більше часу потрібно для виконання інвестиційних цілей та для досягнення заданих параметрів портфелю
Середня тривалість кредитування суб'єктів господарювання	Даний показник характеризує економічно доцільний період запозичення коштів суб'єктами господарювання, при якому зберігається рентабельність діяльності позичальника, досягається позитивний ефект для його подальшого функціонування та забезпечується максимізація прибутку кредитора
Середній рівень рентабельності вітчизняних суб'єктів господарювання	За допомогою даного показника можна розрахувати середній термін окупності інвестицій, що буде слугувати певним орієнтиром економічно доцільної тривалості інвестицій юридичних осіб у цінні папери інститутів спільного інвестування
Середня тривалість банківських депозитів	Відображає відношення суб'єктів економіки до ризиків та рівень довіри до фінансового сектору. Показує наскільки часто інвестори (вкладники) схильні до переоцінки власних інвестиційних цілей та зміни пріоритетів. Є орієнтиром для визначення терміну, на який клієнти ІСІ готові довірити йому власні заощадження
Тип інституту спільного інвестування	Через певні обмеження, що накладаються законодавством на діяльність різних типів ІСІ, існують певні особливості формування фонду фінансових ресурсів, здійснення інвестицій, зворотній викуп власних цінних паперів тощо.
Результати діяльності ІСІ (КУА) за попередній звітний період	Задовільні результати діяльності за попередні періоди дають певний «кредит довіри» від інвесторів інституту спільного інвестування та відповідній КУА, що дає змогу збільшувати тривалість життєвого циклу портфелю ЦП, якщо цього потребує ситуація.

Зауважимо, що не всі вищезазначені фактори піддаються кількісній оцінці. Найбільш точно можна визначити вплив наступних факторів:

волатильність фондового ринку, середня тривалість кредитування суб'єктів економіки, середня тривалість банківських депозитів, середній рівень рентабельності вітчизняних суб'єктів господарювання.

Проілюструємо загальні напрямки впливу кожного з цих факторів.

Досліджуючи *вплив волатильності фондового ринку на тривалість інвестицій у фінансові інструменти*, слід зауважити, що український фондовий ринок відноситься до найбільш волатильних ринків світу. Як відомо, 2008 р. відзначився найбільшим падінням індексу ПФТС, який і до цього не відрізнявся особливою стабільністю (рис. 2.8). Загалом, коефіцієнт варіації індексу ПФТС (як найбільш репрезентативного за цей період) за період з 01.01.2005 по 08.12.2010 р. склав 46,37% (табл. 2.11). Таке значення коефіцієнту варіації є доволі великим, оскільки за аналогічний період для Угорщини, наприклад, даний показник склав 20,66%, для Туреччини – 23,93%, для Росії – 31,08%.

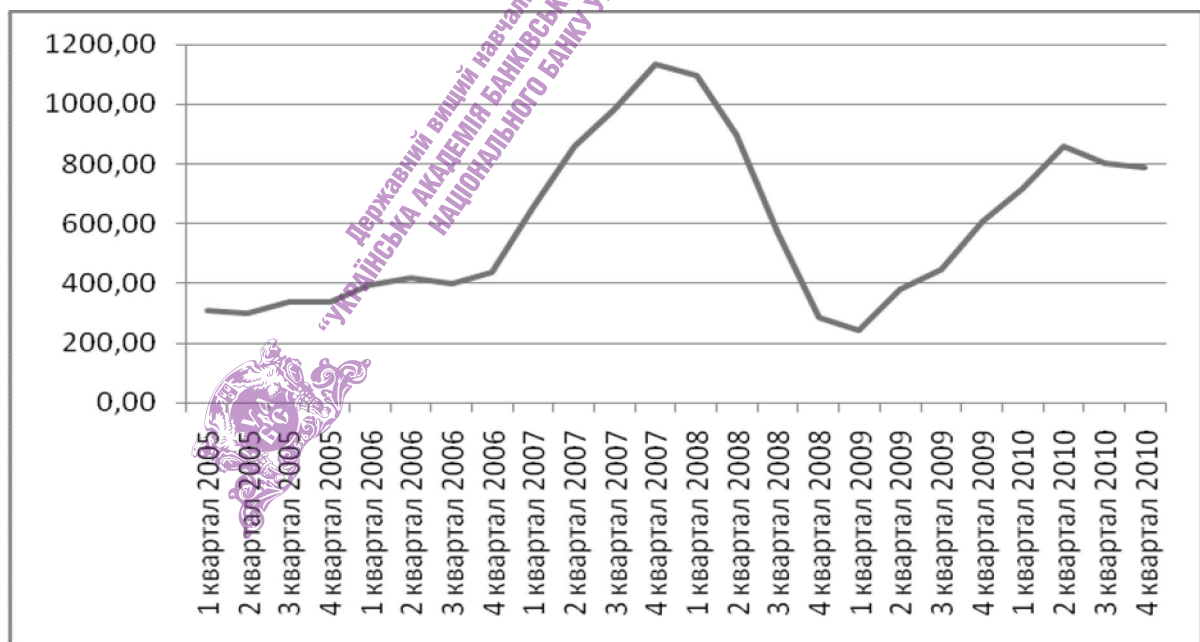


Рис. 2.7 – Динаміка індексу ПФТС за 2005-2010 рр. [3-6]

Для порівняння наведемо дані аналізу волатильності фондових ринків окремих країн.

Основні характеристики волатильності фондових ринків окремих країн у 2005-2010 рр. (розраховано автором на основі [183, 186])

Показник	Країна (фондовий індекс)			
	Україна (ПФТС)	Угорщина (HUNComp)	Туреччина (TURK30)	Росія (RUS50)
Максимальне значення індексу за досліджуваний період	1135,06	30170,00	87,95	2462,50
Мінімальне значення за досліджуваний період	242,54	10226,00	30,65	519,90
Розмах варіації	892,52	19944,00	57,30	1942,60
Стандартне відхилення	275,42	4539,52	13,27	468,51
Середнє арифметичне значення	593,95	21974,00	55,46	1507,66
Коефіцієнт варіації	46,37	20,66	23,93	31,08
Асиметрія розподілу	0,53	-0,85	0,32	-0,26

Дані, представлені у табл. 2.11, свідчать про значну волатильність українського фондового ринку зі значним зміщенням розподілу в бік більших величин. Це можна інтерпретувати наступним чином: український фондовий ринок схильний досить довго нарощувати середній рівень цін (тобто індекс), проте потім слідує різке його падіння. Схожа картина спостерігається і для Туреччини, відмінність полягає лише у тривалості зростання індексу, що відображається у значенні коефіцієнту асиметрії розподілу. Інформації стосовно значень національних індексів, проаналізованих вище, наведена у табл. 2.12. Як бачимо, коефіцієнт варіації, як основний показник волатильності фондового ринку, в Україні в 2 рази перевищує значення відповідного коефіцієнту для ринків Угорщини та Туреччини і в 1,5 рази –

для ринку Росії. Значення коефіцієнту варіації наближається до 50, що означає, що протягом аналізованого періоду (2005-2010 рр.) в Україні на фондовому ринку при дотриманні індексної стратегії в найгіршому випадку можна було втратити майже 93% вкладень, у той час як у Туреччині – 47%, Росії – 62%, в Угорщині – 41%.

Таблиця 2.13

Середньорічні значення фондових індексів окремих країн у 2005-2010 рр. (складено автором на основі [183, 186])

Рік	Країна (фондовий індекс)			
	Україна (ПФТС)	Угорщина (HUNComp)	Туреччина (TURK30)	Росія (RUS50)
2005	7,23	0,17	11,32	7,95
2006	7,71	6,07	10,07	11,34
2007	18,62	6,50	12,87	9,02
2008	45,28	22,71	17,37	40,41
2009	32,67	22,19	26,89	31,85
2010	11,02	5,35	10,83	6,27

Отримані результати дозволяють стверджувати, що в Україні є досить ризикованим прогнозувати тренди розвитку фондового ринку на такий тривалий проміжок часу. Динаміка зміни індексу ПФТС (рис. 2.8) свідчить, що найбільше падіння його значення тривало майже рік. Отже ми вважаємо, що саме один рік є найоптимальнішим прогнозним періодом для тих видів фондів, які при таргетуванні тривалості інвестицій у цінні папери ІСІ будуть орієнтуватися на характеристики волатильності ринку.

Перейдемо до демонстрації змісту підходу до визначення тривалості інвестицій у цінні папери інститутів спільного інвестування, який ґрунтується на аналізі тривалості кредитування суб'єктів господарювання. Даний підхід дозволяє врахувати середню тривалість виробничих циклів суб'єктів господарювання та середні терміни окупності інвестицій у проекти, що реалізуються ними. Це, в свою чергу, дасть змогу досконаліше розрахувати оптимальні строки утримання цінних паперів у портфелі ІСІ.

Результати розрахунку тривалості кредитування суб'єктів господарської діяльності та фізичних осіб (за виключенням кредитів тривалістю до 1 року та іпотечних кредитів для фізичних осіб), зважені за обсягами на основі даних ТОВ КБ «Володимирський» та ПАТ «АБ Столичний» (табл. 2.13) свідчать про скорочення термінів кредитування. Динаміка середньої тривалості кредитування суб'єктів господарської діяльності представлена на рисунку 2.9.

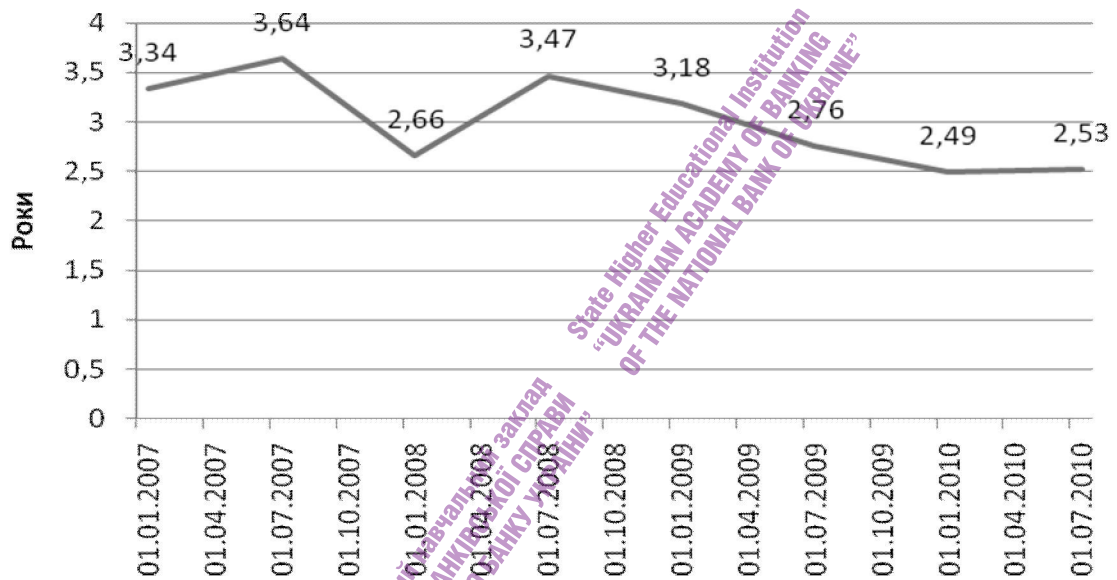


Рис. 2.8 – Динаміка середньозваженої тривалості кредитування суб'єктів господарювання та фізичних осіб (розраховано автором на основі [7-12]).

Аналіз даних, представлених у табл. 2.13, дозволяє стверджувати про наявність чіткої тенденції до скорочення строку кредитування, що, на наш погляд, викликано впливом світової фінансової кризи та погіршенням платоспроможності українських позичальників.

Отже, ґрунтуючись на представлених даних щодо середньозваженої тривалості кредитування суб'єктів господарської діяльності, можемо зазначити, що оптимальна тривалість інвестицій у цінні папери ІСІ, розрахована за даним критерієм, на кінець 2010 року складає 2,53 року.

Дані щодо обсягів та тривалості кредитування суб'єктів
господарювання та фізичних осіб [7-12]

Показник	Строк погашення станом на 01.01.2007				Строк погашення станом на 01.07.2007			
	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років
Операції з клієнтами, тис. грн.	6 363,9	7 194,3	8 846,0	14 463,1	5 951,5	2 273,5	6 392,7	15 142,9
кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	5 184,8	4 618,2	4 122,4	10 000,0	4 336,4	114,7	2 166,3	11 340,7
іпотечні кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	50,0	0,0	1 257,5	0,0	0,0	0,0	1 257,5	0,0
кредити, що надані фізичним особам, тис. грн.	1 102,3	2 471,1	3 458,2	4 377,1	1 614,1	2 150,9	2 962,3	3 428,9
Показник	Строк погашення станом на 01.01.2008				Строк погашення станом на 01.07.2008			
	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років
Операції з клієнтами, тис. грн.	51 606,9	4 407,8	4 539,4	25 929,3	2396,6	4496,7	20039,3	13637,5
кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	137,2	1 349,6	886,5	15 857,7	437,4	914,1	16836,3	559,0
іпотечні кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
кредити, що надані фізичним особам, тис. грн.	51 463,8	3 045,5	3 652,9	9 804,8	1950,3	3547,2	3201,2	12846,2
Показник	Строк погашення станом на 01.01.2009				Строк погашення станом на 01.07.2009			
	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років
Операції з клієнтами, тис. грн.	13 529,9	2 487,6	18 583,6	16 056,7	46 493,3	42 981,5	40 056,4	36 051,9
кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	11 066,6	38,5	17 000,0	2 303,8	38 194,9	40 578,5	34 635,5	25 038,5
іпотечні кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	0,0	0,0	0,0	0,0	75,3	105,4	180,6	255,5
кредити, що надані фізичним особам, тис. грн.	2 435,6	2 429,1	1 581,6	13 423,5	8 126,4	2 199,6	4 791,9	10 388,9
Показник	Строк погашення станом на 01.01.2010				Строк погашення станом на 01.07.2010			
	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років	від 366 до 548 днів	від 549 до 730 днів	від 2 до 3 років	від 3 до 5 років
Операції з клієнтами, тис. грн.	68 010,4	21 300,8	33 270,4	24 319,1	53 416,0	18 566,9	20 749,9	22 393,3
кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	64 588,4	15 651,1	28 102,9	18 126,4	49 048,1	15 941,8	16 063,6	17 032,8
іпотечні кредити, що надані суб'єктам господарювання, тис. грн.	15,3	90,3	436,1	91,8	98,1	101,2	108,9	24,9
кредити, що надані фізичним особам, тис. грн.	3 296,4	5 450,1	4 526,5	5 878,8	4 196,8	2 444,0	4 470,0	5 115,1

Розглядаючи підхід до таргетування терміну інвестування у цінні папери інститутів спільного інвестування, який ґрунтується на середньозваженій тривалості депозитів, слід зазначити, що переважна більшість коштів в українських банках розміщена на строк менше 1 року. При цьому понад 30% всього обсягу депозитів складають кошти на вимогу.

Якщо вважати, що тривалість депозитів на вимогу складає 1 місяць, до 1 року – 12 місяців, від 1 року до 2 – 24 місяці і понад 2 роки – 36 місяців, то середньозважена тривалість депозитів по банківській системі України складає у 2006 р. – 1,13 р., у 2007 р. – 1,24 р., у 2008 р. – 1,27 р., у 2009 р. – 0,97 р. і у 2010 р. – 1,02 р. (табл. 2.15).

Як бачимо, кризовий період призвів до скорочення терміну депозитів на 4 місяці, або на 24%, що є досить суттєвим. Загалом можна сказати, що в Україні населення не є схильним вкладати гроші на тривалий період. Виходячи з цього, можна стверджувати, що для тих інвестиційних фондів, які візьмуть за основу принцип розрахунку тривалості життєвого циклу портфелю цінних паперів на основі тривалості депозитів, життєвий цикл (за розрахунками на кінець 2010 р.) має становити 12 місяців, тобто один рік.

Таблиця 2.15

Розподіл банківських депозитів в Україні за строками, млн. грн. [7-12]

Роки	Загальний обсяг банківських депозитів	Розподіл обсягів банківських депозитів за строками			
		на вимогу	до 1 року	від 1 року до 2 років	більше 2 років*
2006	185 917	62 557	42 762	80 598	-
2007	283 875	93 404	60 618	106 222	23 630
2008	359 740	107 589	92 912	122 344	36 897
2009	334 953	119 793	135 357	60 425	19 378
2010	404 214	149 728	134 517	96 659	23 310

* знак «-» означає, що до 2007 року Національним банком України при формуванні публічної статистичної звітності не виділялося терміну депозитів від 1 до 2 років.

Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ.

На нашу думку, очікуваний інвесторами мінімальний рівень доходності цінних паперів ІСІ буде ґрунтуватися на двох основних показниках – середній доходності за депозитами комерційних банків та індексі споживчих цін (індексі інфляції).

Доходність за банківськими депозитами є тим рівнем альтернативної доходності, на який найчастіше орієнтуються домогосподарства, обираючи спосіб заощадження, що не дивно з огляду на те, що саме банківські депозити є найбільш популярним фінансовим інструментом заощадження населення України.

Що ж стосується індексу інфляції, то за основу порівняння він береться тими інвесторами, які, перш за все, переслідують ціль збереження своїх інвестицій, а не приросту вартості, а саме індекс інфляції показує рівень їх знецінення.

При розрахунку даного параметру адекватності ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії, варто враховувати той факт, що протягом одного року можуть відбуватися різкі коливання у значеннях коефіцієнту інфляції та вартості банківських депозитів (через сезонні фактори, короткострокові коливання ринкової кон'юнктури на ринку банківських депозитів), тому для згладжування короткострокових коливань даних показників ми пропонуємо застосовувати трьохрічну ковзну середню. Термін у три роки обумовлений розрахованою тривалістю кредитів комерційних банків, оскільки саме даний термін показує економічно обґрунтований строк використання інвестиційного капіталу в середньому по економіці.

Ми вважаємо, що формуючи власні інвестиційні очікування, потенційні клієнти інститутів спільного інвестування будуть орієнтуватися на максимальне значення із двох даних параметрів.

Дані щодо вартості банківських депозитів, індексу інфляції та розраховані значення ковзної середньої представлені у табл. 2.16.

Динаміка зміни середньозваженої доходності за строковими депозитами та індексу інфляції в Україні в 2006-2008 рр. (розраховано автором на основі [7-12])

	Інтегральна процентна ставка за строковими депозитами	Трьох-річна ковзна середня вартості депозитів	Індекс інфляції	Трьохрічна ковзна середня індексу інфляції
2006	10,70	10,50	111,6	109,52
2007	11,60	11,20	116,6	111,80
2008	14,90	12,40	122,3	116,83
2009	14,80	13,77	112,3	117,06
2010	10,60	13,43	109,8	114,80

Таким чином, в межах даного підходу значення очікуваної мінімальної доходності за цінними паперами ІСІ складе у 2008 році 16,83%, у 2009 році – 17,06%, у 2010 році – 14,80%.

Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ.

Для визначення даного показника ми пропонуємо використовувати коефіцієнт Ерроу-Пратта. Даний коефіцієнт розраховується як відношення другої похідної функції корисності здійснення заощадження до її першої похідної. Його економічний зміст полягає у оцінці ступеню випуклості функції корисності, що відображає рівень неприйняття інвестором ризику [49].

При здійсненні фінансового аналізу найчастіше використовують наступні функції корисності:

1. Функції типу:

$$u(x) = Ax^{\alpha} \quad (2.2)$$

при $0 < \alpha < 1$

В даному випадку коефіцієнт Ерроу-Пратта буде мати наступний вигляд:

$$r_e(x) = \frac{1-\alpha}{x} \quad (2.3)$$

Такий тип функції корисності варто використовувати, коли необхідно врахувати закон спадної корисності.

2. Функції типу:

$$u(x) = 1 - e^{-\alpha x} \quad (2.4)$$

при $\alpha > 0$.

При використанні такої функції коефіцієнт Ерроу-Пратта набуде вигляду:

$$r_e(x) = \alpha \quad (2.5)$$

Зазначений тип функції корисності дозволяє оцінити неприйняття ризику інвестором незалежно від суми здійснених інвестицій.

3. Логарифмічна функція корисності:

$$u(x) = \log_{\alpha}(x+1) \quad (2.6)$$

при $\alpha > 0, \alpha \neq 1$.

У цьому випадку коефіцієнт Ерроу-Пратта матиме вигляд:

$$r_e(x) = \frac{1}{1+x} \quad (2.7)$$

4. Квадратична функція корисності (відома також як функція Неймана-Моргенштерна):

$$u(x) = ax - bx^2 \quad (2.8)$$

при $a, b > 0, x \in [0; a/2b]$

За такої функції корисності коефіцієнт Ерроу-Пратта розраховуватиметься за наступною формулою:

$$r_e(x) = \frac{2b}{a - 2bx} \quad (2.9)$$

Варто зазначити, що вибір конкретної функції корисності для таргетування показника неприйняття ризику інвестором ІСІ буде залежати від обраної інвестиційної стратегії та цільової групи інвесторів.

Для практичної апробації ми пропонуємо розрахувати цільові показники сприйняття ризику інвестором для стратегії «слідування за ринком». Дана стратегія передбачає орієнтації на середньоринкові показники (в даному випадку – ризику). На сьогодні українськими домогосподарствами використовується два основні способи заощадження: банківські депозити та утримання заощаджень у готівці.

Отже при виборі переважного способу заощадження інвестор оцінює 2 основних ризику:

- втрата потенційних доходів від вкладень у банківські депозити;
- втрата від інфляційного знецінення коштів, у випадку зберігання їх у готівковій формі.

Оскільки ми розраховуємо цільове значення рівня неприйняття ризику інвестором ІСІ для стратегії «слідування за ринком», то можна вважати, що неприйняття ризику інвестором не буде залежати від суми інвестицій. У такому разі для визначення коефіцієнту Ерроу-Пратта ми скористаємося формулою 2.5. При цьому варто зазначити, що параметр α визначатиметься як максимальне значення з двох показників: альтернативних доходів за банківським депозитом та рівнем знецінення коштів внаслідок інфляції за

один рік (термін у 1 рік обумовлений саме такою середньою тривалістю банківських депозитів в Україні).

Знецінення коштів внаслідок інфляції (R) визначимо за наступною формулою:

$$R = 1 - \frac{100}{I} \quad (2.10)$$

де I – індекс інфляції у відсотковому вимірі.

Результати розрахунку рівня неприйняття ризику інвестором наведені у таблиці 2.16.

Таблиця 2.17

Розрахунок очікуваного рівня неприйняття ризику інвесторами ІСІ
(розраховано автором)

Рік	2006	2007	2008	2009	2010
Індекс інфляції	111,6	116,6	122,3	112,3	109,8
Рівень інфляційного знецінення коштів	10,4	14,2	18,2	10,9	8,9
Доходність за банківськими депозитами	10,7	11,6	14,9	10,7	8,8
Коефіцієнт Ерроу-Пратта	10,7	14,2	18,2	10,9	8,9

Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ.

При формуванні інвестиційної стратегії важливо спрогнозувати майбутні притоки та відтоки капіталу, оскільки наявність достатніх обсягів інвестиційних ресурсів суттєво впливає на можливість виконання поставлених інвестиційних цілей.

Ми пропонуємо таргетувати даний показник на основі темпу приросту середнього розміру ресурсної бази інвестиційних фондів за останні 3 роки (табл. 2.17). Такий підхід дасть змогу врахувати реальні можливості КУА по мобілізації інвестиційних ресурсів, реалізовані у минулому.

Узагальнено цільові значення релевантних факторів адекватності ресурсної бази ІСІ інвестиційній стратегії «слідування за ринком» представлені у табл. 2.18.

Таблиця 2.18

Розрахунок приросту середнього розміру фонду інвестиційних ресурсів інститутів спільного інвестування в Україні (розраховано автором на основі [3-6, 129])

Показник	Роки					
	2005	2006	2007	2008	2009	3 кв. 2010
Середній розмір фонду інвестиційних ресурсів ІСІ, млн. грн.	227,62	101,34	63,87	63,37	64,54	18,65
Темп приросту розміру фонду, %	115,26	-55,49	-36,97	-0,78	1,84	-71,11
Трьохрічна ковзна середня темпу приросту середніх розмірів фондів ресурсів ІСІ *	-	-	7,6	-31,08	-11,97	-23,35

* Знак «-» означає, що задані роки розрахунок не проводився через відсутність необхідних статистичних даних.

Таким чином, нами сформовано механізм оцінки адекватності ресурсної бази інституту спільного інвестування та запропоновано систему управлінських дій з боку ІСІ (КУА) для підвищення даної адекватності.

Таблиця 2.19

Значення релевантних факторів адекватності ресурсної бази ІСІ інвестиційній стратегії «слідування за ринком» (розраховано автором)

Релевантний фактор	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	1,24	1,28	0,97	1,02
Очікуваний мінімальний рівень доходності за цінними паперами ІСІ, %	11,8	16,83	17,06	14,8
Максимальний рівень неприйняття інвестиційного ризику інвестором ІСІ, %	14,2	18,2	10,9	8,9
Потенціал розширення ресурсної бази ІСІ, %	7,6	-31,08	-11,97	-23,35

Розроблений підхід до управління адекватністю ресурсної бази може використовуватися відкритими та інтервальними ІСІ для підвищення їх стійкості до різких коливань кон'юнктури на ринку заощаджень.

Адекватність ресурсної бази ІСІ обраній інвестиційній стратегії тісно пов'язана із цільовим рівнем ліквідності портфелю цінних паперів ІСІ. Наприклад, низький рівень адекватності ресурсної бази вимагатиме від інвестиційних менеджерів ІСІ підтримки високого рівня ліквідності портфелю цінних паперів ІСІ для забезпечення покриття витрат через достроковий вихід клієнтів ІСІ з фонду.

Як вже було нами зазначено, український фондовий ринок має певні функціональні обмеження, обумовлені низьким рівнем його розвитку, які обумовлюють досить низький рівень ліквідності ринку цінних паперів в цілому та створюють значні перешкоди для забезпечення достатнього рівня ліквідності портфелю цінних паперів ІСІ. Саме тому у наступному підрозділі ми викладемо авторський погляд на розвиток науково-методичних підходів до управління ліквідністю портфелю цінних паперів інститутів спільного інвестування.

2.3. Розробка науково-методичних підходів та практичних механізмів удосконалення системи управління ліквідністю портфелю цінних паперів інституту спільного інвестування

Для ІСІ, що функціонують на фондових ринках групи FM СЕЕС, важливе значення має управління ліквідністю їх портфелю цінних паперів, що обумовлено низькою інформаційною прозорістю ринку, викривленням публічної інформації в інтересах акціонерів або інших бенефіціарів.

Як видно з таблиці 2.19, сьогодні переважну частину інвестиційного портфелю вітчизняних ІСІ складають цінні папери.

Структура активів ІСІ України станом на 01.10.2010 р. [6]

Тип ІСІ	Активи								
	Грошові кошти та банківські депозити	ОВДП	Облігації місцевих позик	Акції	Облігації підприємств	Ощадні сертифікати	Інші ЦП	Нерухомість	Інші активи
Відкриті	21,57	8,44	4,83	43,51	11,04	0,00	0,00	0,00	10,61
Інтервальні	27,84	1,83	1,03	51,25	7,87	0,00	0,00	0,00	9,45
Закриті	6,75	2,26	0,05	44,99	8,42	0,44	0,00	0,33	33,00
Венчурні	2,89	0,02	0,00	10,96	10,56	0,10	19,42	1,58	54,45

Розглянемо динаміку структури активів інвестиційних фондів за видами інструментів. Після провалу фондового ринку у другому кварталі, що призвів до скорочення частки акцій у портфелях невенчурних ІСІ, у третьому кварталі ситуація розвивалася подібним чином, однак зазначене скорочення стосувалося вже не відкритих та закритих, а інтервальних та закритих фондів. Помірний ріст фондового ринку у третьому кварталі сприяв нарощенню частки акцій в активах відкритих ІСІ. Зазначимо, що при зменшенні сукупних активів цих фондів, загальна вартість їхніх вкладень в акції зростає. Незважаючи на різноспрямовану динаміку структури інвестицій у різних типах фондів, зокрема в акції, ці інструменти в усіх типах невенчурних ІСІ на 30.09.2010 р. були основними, займаючи понад 40% активів (сукупно в невенчурних ІСІ – 45,12%, зменшившись за квартал на 23,12% (із 58,76%).

На відміну від попередніх трьох місяців, у липні-вересні 2010 р. грошові кошти та банківські вклади у структурі портфелів невенчурних ІСІ скоротилися – за рахунок закритих і відкритих фондів, що, ймовірно, пов'язано як із відтоком капіталу з відкритих ІСІ у процесі виходу інвесторів, так і зі спрямуванням частини ліквідних коштів відкритих фондів у вкладення в акції, закритих – в інші активи. Частка грошей невенчурних ІСІ на рахунках у банках на кінець третього кварталу склала 7,73% скоротившись на 36,01% за квартал (із 12,07%).

Звуження торкнулося і частки облігацій корпоративних емітентів – в усіх типах невенчурних ІСІ – на 30.09.2010 вона становила 8.48% (11.04% на 30.06.2010) у зведеному портфелі. А найвідчутніше в активах невенчурних фондів зростає частка «інших» активів (із 12,44% до 31,75%, тобто у 2,5 рази), що зумовлено не лише негативною динамікою інших найбільших складових портфелів, а й зростанням вкладень в інструменти, які входять до складу цієї категорії активів в усіх типах невенчурних ІСІ.

Основні зміни у структурі інвестиційного портфеля *відкритих ІСІ* у третьому кварталі 2010 р. порівняно з попереднім кварталом полягали у зростанні ваги таких видів вкладень:

- облігацій внутрішніх державних позик – із 7,03% до 8,44%;
- акцій – із 43,03% до 43,51%;
- «інших» активів – із 0,10% до 10,61%

та зменшенні часток:

- облігацій підприємств – із 17,80% до 11,04%;
- грошових коштів та банківських депозитів – із 27,13% до 21,57%;

Інших цінних паперів в активах відкритих ІСІ традиційно не було.

Динаміка структури активів *інтервальних фондів*, як і у другому кварталі, дещо розходилася зі змінами в інших типах фондів, зокрема в частині грошових коштів на рахунках у банках та ОВДП.

Отже, найпомітніші зміни у співвідношенні складових зведеного портфеля інтервальних ІСІ за третій квартал 2010 р. були наступні:

Зростання:

- «інших» активів – із 0,05% до 9,48%;
- грошових коштів та банківських депозитів – із 23,17% до 27,84%;

Зменшення:

- акцій – із 59,69% до 51,25%;
- облігацій підприємств – із 10,00% до 7,87%;
- «інших» цінних паперів – із 2,88% до 0,02%.

Частка вкладень в облігації місцевих позик, на відміну від попереднього кварталу, також скоротилися (із 1,41% до 1,03%), а для облігацій внутрішніх державних позик у структурі інтервальних фондів така динаміка була продовженням тенденції другого кварталу (зменшення із 2,81% до 1,83%).

Таким чином, у третьому кварталі 2010 р., при відтоку вкладень інтервальні фонди концентрували свої сили на підвищенні ліквідності шляхом спрямування своїх коштів на банківські рахунки.

Зміни у структурі інвестицій агрегованого портфеля *закритих ІСІ* у третьому кварталі 2010 р. засвідчили ідеологію збільшення частки вкладень у корпоративні права за рахунок акцій. При цьому простежується тенденція зменшення ліквідності та скорочення вкладень у державні цінні папери.

Ключові зміни структури зведених активів закритих фондів за третій квартал 2010 р. були такими:

Зростання:

- «інших» активів (здебільшого, корпоративних прав в інших, крім ЦП, формах) – із 13,59% до 33,00%;
- облігацій внутрішніх державних позик – із 1,28% до 2,26%;
- «інші» цінні папери – 3,20% до 3,75%;

Зменшення:

- акцій – із 59,31% до 44,99%;
- грошових коштів та банківських депозитів – із 10,89% до 6,75%;
- облігації підприємств – із 10,84% до 8,42%;

Варто також зазначити, що серйозних відносних змін за досліджуваний період в активах закритих фондів також зазнала частка нерухомості (+200,64%), однак, зважаючи на її мізерну частку (на 30.09.2010 р. – 0,33%), це суттєво не вплинуло на розподіл активів фондів за інструментами. Сумарна вага інших видів вкладень в агрегованому портфелі закритих невенчурних ІСІ складає менше одного відсотка, тому спричинений їхньою динамікою вплив також був несуттєвим.

Проаналізувавши динаміку структури активів невенчурних ІСІ за 3 квартали 2010 р., стає очевидно, що довіра відкритих фондів до акцій поступово відновлюється після негативної динаміки другого кварталу. У той же час, ринок невенчурних ІСІ в цілому, навпаки, продовжує зменшувати свою частку вкладень в акціях.

Відповідно до квартальних звітів *венчурних ІСІ*, станом на 30.09.2010, найбільшою складовою їхнього зведеного портфеля, яка чи не єдина розширилася у 3-му кварталі, були «інші» активи (54.45%), що охоплюють корпоративні права не у формі цінних паперів, позики підприємствам, у яких венчурні ІСІ мають частку в капіталі, а також дебіторську заборгованість. Другою за обсягом групою в агрегованих активах венчурних фондів були цінні папери (41,08%), у тому числі «інші» (19,42% проти 30,28% у попередньому кварталі), що включають, зокрема, векселі, заставні, опціонні сертифікати та ін. Акції та корпоративні облигації є також вагомими складовими агрегованого портфеля цих ІСІ (відповідно 10,96% та 10,56% проти 19,51% та 18,98% у другому кварталі). Зменшилася відносна вартість найбільш ліквідних активів – частка грошових коштів у банках скоротилася із 4,73% до 2,89%.

Найпопулярнішими цінними паперами за наявністю в активах ІСІ у 3-му кварталі 2010 р. залишалися заставні цінні папери та векселі (через домінування венчурних фондів за кількістю та обсягом активів), українські акції першого рівня лістингу, а також державні облигації.

Таким чином, порівняно з другим кварталом, якісна характеристика портфелів цінних паперів невенчурних ІСІ за рівнем ліквідності практично не змінилася.

Значну частину портфеля цінних паперів нерідко становлять короткотермінові ліквідні активи (ліквідні папери, тобто цінні папери, які можуть бути продані за короткий проміжок часу). Це пояснюється тим, що вони відіграють роль заміників готівки в касі й виконують функцію

тимчасової інвестиції. Отже, у портфелі цінних паперів тримають ліквідні активи замість надмірних розмірів готівки в касі.

У разі виникнення додаткової потреби у готівці цю частину портфеля реалізують (якщо потреба в готівці перевищує її надходження). До цього вдаються й на випадок виникнення непередбачених ситуацій у разі можливого браку готівкових коштів.

Функцію тимчасової інвестиції ліквідні цінні папери виконують, наприклад, за умови задоволення певних фінансових потреб або сезонних циклічних трендів.

Стимулюючим мотивом залучення окремих цінних паперів є й те, що в деяких країнах (зокрема, у США) значна частина дивідендного доходу не підлягає оподаткуванню. Для інвесторів низка цінних паперів відіграє роль майже готівкових резервів, тобто резервів, які можуть швидко та легко, з мінімальними витратами бути конвертовані у гроші.

Слід зазначити, що в США у разі виникнення надлишкових сум готівки, до портфеля цінних паперів як ліквідні активи залучають казначейські векселі, комерційні папери, депозитні сертифікати, цінні папери євроринку та відомих корпорацій.

Цінні папери, що їх використовують для забезпечення високоліквідної частини портфеля цінних паперів у США, мають дохідність до 4 % з терміном погашення до року або негайно. Саме вони, на думку фахівців із портфельного інвестування, є найдоцільнішими для залучення як майже готівкові резерви. Ключова концепція полягає в тому, що головна мета трансферу готівки у цінні папери — це зменшення суми наявної готівки для забезпечення безперервного функціонування фірми до необхідного мінімуму.

Таким чином, наявність у портфелі ліквідних цінних паперів, які можуть бути продані за короткий проміжок часу за цінами, що приблизно дорівнюють цінам їхнього придбання, може зменшити потребу в готівці. Ліквідні цінні папери виконують функції як заміника готівки, так і

тимчасової інвестиції. Безпека — вирішальний критерій під час прийняття рішень щодо придбання ліквідних цінних паперів.

До грошових коштів можуть бути застосовані моделі, розроблені в теорії управління запасами, які дають змогу оптимізувати розмір необхідних підприємству (фірмі) грошових коштів (готівки). Йдеться про те, щоб оцінити загальний обсяг потрібних фірмі грошових коштів та їхніх еквівалентів у формі цінних паперів і встановити, яку частину готівки варто тримати на розрахунковому рахунку, а яку – у вигляді швидколіквідних цінних паперів, та коли й у якому обсязі здійснювати взаємну трансформацію грошових коштів і швидкореалізованих фінансових активів. Для збалансування готівкових грошей і ліквідних цінних паперів у інвестиційному портфелі інститутів спільного інвестування України ми пропонуємо застосовувати поширену у західній практиці модель Міллера-Орра [194].

Модель, запропонована М. Міллером (M. Miller) і Д. Орром (D. Orr), надає фірмі рекомендації стосовно управління своїм грошовим запасом, якщо неможливо передбачити щоденний залишок або надходження грошових коштів. На практиці залишок коштів на розрахунковому рахунку зазвичай змінюється непередбачувано, причому можливі значні коливання.

Ліквідність портфеля цінних паперів реалізується також за рахунок операцій РЕПО (REPO, або repurchasing agreement), що становлять договори стосовно зворотного викупу цінних паперів. Договором передбачено два зобов'язання для його учасників — зобов'язання продажу та зобов'язання придбання.

Пряма операція РЕПО передбачає, що одна зі сторін продає іншій пакет цінних паперів із зобов'язанням за певний термін повернути його собі за договором за обумовленою ціною. Зворотне придбання здійснюють за ціною, що перевищує попередню ціну. Різниця між цінами відображає дохідність операції, зазвичай виражається у відсотках річних і називається ставкою РЕПО.

Доцільність такої операції полягає в тому, що одна сторона отримує терміново потрібну їй готівку, інша — тимчасово поповнює брак цінних паперів і водночас отримує дохід (відсотки) за надану готівку. Призначення прямої операції РЕПО — залучити необхідні фінансові ресурси. Зворотна операція РЕПО передбачає купівлю пакета цінних паперів із зобов'язанням продати його назад. Сутність такої операції — розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів.

Операції РЕПО переважно здійснюються із державними цінними паперами, вони належать до короткотермінових операцій — від кількох днів до кількох місяців. У світовій практиці найпоширенішими є 24-годинні договори РЕПО. Доволі популярними є також тристоронні РЕПО, коли між покупцем і продавцем пакета цінних паперів постає посередник. Зазвичай посередник — це банківська установа, обов'язки якої зумовлені договором. За таких умов учасники угоди відкривають власні рахунки з цінних паперів і грошових коштів у банку-посереднику. Тристороння угода РЕПО вважається відносно менш ризикованою порівняно зі звичайною.

У світовій практиці головні параметри операцій РЕПО стандартизовано. Їх широко застосовують у США, Японії, Канаді, Великій Британії, Франції, Німеччині. Операції РЕПО переважно проводять з інтервалом від 1 до 15 днів. В Україні запроваджено механізм рефінансування комерційних банків шляхом проведення операцій РЕПО, що створює передумови для поширення даного механізму і серед інститутів спільного інвестування.

Як видно із вищенаведеного аналізу діяльності інститутів спільного інвестування, для ефективного виконання поставлених інвестиційних цілей ключовим фактором є ліквідність інвестиційного портфеля інститутів спільного інвестування. Розглянемо детальніше сутність ліквідності фінансових активів.

Різні види фінансових активів мають різну ліквідність. Тільки грошовим коштам притаманна абсолютна ліквідність.

В інвестиційній практиці за критерієм витрат часу на реалізацію (ліквідність) фінансові активи класифікують так:

- швидколіквідні, до яких належать ті активи, які можуть бути трансформовані в грошову форму впродовж не більш як сім днів;
- високоліквідні фінансові активи — можливий термін реалізації або період трансформації у грошові кошти становить від восьми до тридцяти днів;
- середньоліквідні фінансові активи, які можуть бути реалізовані в термін від одного до трьох місяців;
- слаболіквідні фінансові активи з терміном можливої реалізації понад три місяці.

У процесі оцінювання ліквідності цінного папера застосовують два критерії, а саме: час трансформації інвестиції у гроші та розмір фінансових збитків за умови такої трансформації.

Ліквідність інвестицій за часом вимірюють у кількості днів, потрібних для реалізації на ринку фінансового інструменту. До фінансових збитків, пов'язаних із трансформацією фінансового інструменту в гроші, можна віднести часткову втрату первинного капіталу в разі продажу цінних паперів у період зниження їхнього ринкового курсу, інфляційне знецінення, альтернативні витрати. До фінансових втрат, пов'язаних із ліквідністю, можуть бути віднесені суми податків, а також мито під час реалізації цінних паперів, сплата комісійних посередникам, операційні витрати, зумовлені придбанням цінних паперів.

Таким чином, ліквідність портфеля цінних паперів — це його потенційна здатність за стислий час трансформуватися в гроші без значних фінансових збитків. Тут для інвестора виникає компроміс між ризиком і ліквідністю.

У вітчизняній та світовій практиці існують різні підходи до розуміння сутності ліквідності фінансового активу. Зокрема Мойсеєнко І.П. трактує ліквідність цінного паперу як можливість швидко і без втрат продати цінний

папір за реальною ціною, це величина, обернено пропорційна часу, необхідному для перетворення цінного папера в гроші [62]. Т.Е. Крішталь визначає ліквідність фінансового активу як здатність фінансового інструменту (який є за своєю суттю гарантійним зобов'язанням про повернення взятих у кредит коштів) трансформуватися у грошову форму, а ступінь ліквідності визначається характером цієї трансформації [94]. А.А. Пересада розуміє ліквідність цінних паперів як їх потенційну здатність за стислий час трансформуватися в гроші без значних фінансових збитків [96], І.М. Парасій-Вергуненко – як здатність трансформуватися в грошові кошти через їх реалізацію або погашення зобов'язань боржником [94]. Російські вчені Райзберг Б.А., Лозовський Л.Ш., та Стародубцева Е.Б. зазначають що ліквідність цінних паперів це здатність ринку поглинати цінні папери, міра їх продаж при відсутності рівня цін, без їх суттєвої зміни [127]. І.Д. Мамонова пов'язує ліквідність цінних паперів з їх ризиковістю, трактуючи її як здатність цінних паперів без втрат трансформуватися в готівку шляхом їх реалізації або погашення боржником, при цьому рівень втрат обумовлюється ризиковістю цінних паперів [74].

Таким чином, найбільш поширеним визначенням ліквідності на сьогодні є її трактування як можливості активу бути переведеним у грошову форму за ціною, що є близькою до ринкової. Від швидкості переведення залежить рівень ліквідності: чим вона більша – тим вища ліквідність активу.

Що ж стосується кількісної оцінки ліквідності конкретного цінного паперу, то існує досить багато способів її. Наприклад В.В. Твардовський [97] пропонує враховувати такі показники:

- середню кількість днів обороту цінного паперу;
- кількість угод, які здійснюються на організаторах торгівлі за одиницю часу;
- середній оборот торгів по цінному паперу за одиницю часу;
- спред між цінами пропозиції та попиту;

- відношення кількості акцій на організаторах торгів до загальної кількості випущених акцій.

О.Г. Мендрул та І.А. Павленко [81] для комплексної оцінки ліквідності акцій пропонують розглядати три показника: коефіцієнт ліквідності акцій, коефіцієнт попиту-пропозиції та коефіцієнт обороту акцій. Відповідно коефіцієнт ліквідності акцій (k_l) розраховується:

$$k_l = \frac{V_S}{V_B}, \quad (2.11)$$

де V_S – загальний обсяг пропозиції акції, V_B – реальний обсяг продаж по даній акції.

Співвідношення між попитом та пропозицією визначається через коефіцієнт «пропозиція-попит» ($k_{S/D}$):

$$k_{S/D} = \frac{P_{ask}}{P_{bid}}, \quad (2.12)$$

де P_{ask} – ціна пропозиції акцій, P_{bid} – ціна попиту на акцію.

Коефіцієнт обороту (k_{to}) акцій дає можливість оцінити обсяг обороту акцій і розраховується як відношення обсягу продаж акцій до капіталізованої вартості акцій:

$$k_{to} = \frac{V_B}{Cap}, \quad (2.13)$$

де Cap – капіталізована вартість акцій.

Перевагами даних підходів є те, що вони досить об'єктивно оцінюють рівень ринкової ліквідності акції.

Так, зокрема:

- врахування співвідношення обсягу пропозиції та обсягу продажу дає змогу визначити реальну активність ринку щодо даної акції;
- співвідношення цін попиту та пропозиції визначає рівень узгодженості продавців та покупців, близькість ціни даної акції до рівноважної на даний момент.
- відношення обсягу продаж по акції до капіталізованої вартості дає змогу оцінити, наскільки акції даного емітенту є популярними серед торговців цінними паперами, та яка питома вага акціонерного капіталу емітента знаходиться в постійному обігу на ринку цінних паперів.

Ліквідність як основна характеристика портфеля цінних паперів передбачає можливість швидкої трансформації портфеля в готівку без втрат його вартості. Прикладом високоліквідного портфеля корпоративних цінних паперів є портфель, що сформований з акцій, які активно обертаються на ПФТС (як правило це так звані «блакитні фішки»).

Портфелі цінних паперів, що побудовані за принципом диверсифікації ризиків, передбачають комбінацію із значного числа акцій різних емітентів із різнонаправленою динамікою руху курсової вартості. Привабливість такого портфеля полягає у мінімізації інвестиційних ризиків. Разом з тим варто зазначити, що згідно з аналітичними даними, включення до складу портфеля більше 15 різних паперів може не принести бажаного ефекту в частині зменшення портфельного ризику, оскільки виникає ефект зайвої диверсифікації [82].

Зайва диверсифікація портфелю цінних паперів інститутів спільного інвестування може призвести до негативних результатів, зокрема:

- неможливості якісного портфельного управління;
- купівлі недостатньо надійних, дохідних, ліквідних цінних паперів;
- зростання витрат, пов'язаних з пошуком цінних паперів (витрат на попередній аналіз тощо);
- збільшення витрат щодо з купівлі невеликих партій цінних паперів.

Витрати з управління занадто диверсифікованого портфеля не дадуть бажаного результату, оскільки доходність портфеля не буде зростати більш високими темпами, ніж витрати.

Проте, при оцінці рівня ліквідності цінного паперу враховуються лише ринкові фактори, а сама ліквідність розуміється як об'єктивна характеристика цінного паперу, значення якої є однаковим для всіх суб'єктів відносин з ним. На наш погляд, таке трактування не в повній мірі відображає сутність ліквідності. При розгляді можливості конвертації активу у гроші в існуючих підходах беруться до розрахунку ринкові ціни – bid та ask. Такий підхід є зрозумілим та справедливим, коли потрібно оцінити ринок взагалі, але він є неприйнятним, при оцінці, наприклад, портфелю цінних паперів конкретного ІСІ або іншого інвестора. Для кращого розуміння цього факту слід розглянути мотиви, якими буде керуватись інвестор в разі продажу активу. Серед таких можуть бути: втрата активом інвестиційної привабливості (зниження доходності або збільшення ризиків), поява більш привабливих активів, плановане закінчення терміну інвестування та незапланована потреба у коштах. У всіх цих випадках для інвестора буде мати значення не тільки швидкість конвертації активу в гроші, а й його збиток або прибуток в результаті такої конвертації. При цьому до витрат інвестора крім комісійних буде додаватись різниця між ціною купівлі активу та його продажу, а також витрати на утримання цінного паперу в портфелі. Їх ми пропонуємо порівняти їх до альтернативних доходів у вигляді середньоринкової річної банківської ставки по депозитам. До доходів інвестора в цьому випадку буде додаватися сума дивідендів або інших доходів, отриманих за цінним папером протягом відповідного періоду. Пріоритетність швидкості та доходності конвертації для інвестора буде залежати від ринкової ситуації та схильності інвестора до ризику. В тому випадку, коли швидкість конвертації цінного паперу у готівку буде не найголовнішим критерієм прийняття рішень, баланс між ринковими цінами попиту та пропозиції також стане для інвестора другорядним, а

пріоритетного значення набуде баланс між поточною ринковою ціною попиту та внутрішньою вартістю активу у портфелі ІСІ. Оскільки ринкова ціна попиту (*bid*) відображає ціну, за якою ринок готовий купити актив, то в разі появи пропозиції за такою ж або близькою ціною, актив буде ліквідним. Ціна ж пропозиції залежить від суб'єктивних факторів і найбільше пов'язана з ціною купівлі цього активу інвестором.

З огляду на вищезазначене, ми пропонуємо окрім традиційних показників ліквідності, які характеризують активність ринку стосовно акції, розраховувати коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції (*CECIP*).

$$CECIP = \frac{P_{bid} + \sum_{t=1}^T d_t \cdot (1+r)^t}{P_{buy} \cdot (1+r)^T} \quad (2.14)$$

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 .

Якщо $CECIP \geq 1$, ліквідність такої акції для інвестора буде ефективною, тобто при конвертації акції у гроші він не отримає збитку.

Якщо $CECIP < 1$, для інвестора така ліквідність буде неефективною, що дасть привід до пошуку інших джерел отримання ресурсів в разі їх нагальної потреби.

Коефіцієнт *CECIP* доцільно розраховувати в розрізі окремих видів цінних паперів, оскільки в залежності від виду активу різними можуть бути умови та традиційні строки укладення угод.

Динамічний аналіз даного коефіцієнту дасть змогу визначити порядок конвертації цінного паперу. Так, наприклад, коли коефіцієнт поточної

ефективності закриття інвестиційної позиції (його ковзаюча середня) дорівнює, близький до 1 і стабільний або повільно зростає, то це буде свідчити про належність акції до так званих «блакитних фішок», які характеризуються невисокими стабільними темпами приросту капітальної вартості, невеликими але стабільними розмірами дивідендних виплат та наявністю постійного платоспроможного попиту. Ринкові цінові коливання на такі акції є мінімальними.

Пропонований підхід до класифікації акцій за поточною ефективністю закриття інвестиційної позиції представлено в табл. 2.21.

Таблиця 2.21

Ранжування складових портфелю акцій ІСІ за коефіцієнтом ефективно-ліквідності (групи акцій та порядок конвертації визначені методом експертних оцінок)*

Порядок конвертації	Значення $k_{e.l.}$	Примітки
1	0,9-1	Дана група акцій зберегла свою вартість і продовжує користуватися попитом на ринку, проте зниження ефективності ліквідності свідчить про втрату її привабливості як об'єкту інвестування, що в подальшому може викликати зниження ринкової ліквідності паперу.
2	2 і >	Така висока ефективність ліквідності, особливо, якщо вона зростає, свідчить про те, що термін перебування акції в портфелі достатній і варто закривати позицію, оскільки високий ризик початку корекції на ринку, що призведе до втрати вартості.
3	1,5-2	Висока ефективність ліквідності, особливо, якщо вона зростає, свідчить про те, що термін перебування акції в портфелі достатній і варто закривати позицію. Ризик корекції високий, але нижчий ніж у попередній групі.
4	0,75-0,9	Дана група акцій втратила частину ринкової вартості, проте не суттєво, і за необхідності може покрити потребу ІСІ у коштах без значних збитків.
5	1,25-1,5	Як правило, основні генератори прибутку в портфелі, забезпечують високий рівень приросту капітальної вартості за низького рівня ризику.
6	0,5-0,75	Значна втрата вартості робить дані акції непривабливими до першочергової конвертації
7	1-1,25	Такий показник характерний для так званих «блакитних фішок» - акцій, що забезпечують стабільний високий рівень регулярного доходу без зниження капітальної вартості.
8	0-0,5	Найбільш знецінена група акцій; їх конвертація доцільна лише у випадку ліквідації портфелю або емітента.

* порядок конвертації акцій та відповідні групи акцій були визначені на основі опитування експертів «Економічної правди» та Української біржі, які виступили організаторами конкурсу «Фондові перегони», в якому взяли участь провідні вітчизняні КУА, а також команди «Економічної правди» та Української біржі.

Ранжування складових портфелю ІСІ за даним показником підвищить ефективність управління ліквідністю портфелю та знизить негативні наслідки впливу кризових явищ на ринок цінних паперів.

З метою розрахунку ефективності ліквідності українських інститутів спільного інвестування нами були використані дані конкурсу інвесторів, що був проведений Українською правдою серед компаній з управління активами у період з березня по грудень 2010 р.

«Фондові перегони» – це проєкт, у якому брали участь компанії з управління активами, брокери інтернет-трейдингу та всі бажаючі спробувати власні сили в інвестуванні у інструменти фондового ринку.

Мета проєкту – сприяти розвитку фондового ринку та приватних інвестицій у цінні папери, популяризувати інтернет-трейдинг та інститути спільного інвестування в Україні.

У проєкті могли взяти участь аналітичні відділи інвестиційних компаній, керуючі компанії і окремі трейдери.

Проєкт складався з трьох частин.

1. «Фондові перегони».

Даний етап передбачав роботу з віртуальним портфелем акцій. Кожна компанія отримувала на свій рахунок 1 мільйон віртуальних гривень та мала змогу формувати портфель акцій з найбільш ліквідних цінних паперів, які входять до ринку заявок Української біржі.

Для створення рівних умов та наближення до реальності учасники мали дотримуватися наступних правил:

- кожна компанія-учасник отримувала на свій рахунок 1000000,00 віртуальних гривень, які могла та мала використати з метою формування інвестиційного портфеля;
- компанія також отримувала змогу заморожувати кошти на депозиті строком на 2 тижні, тоді розмір відсотка за цей період складав 0,75%, або майже 19 % річних;
- до портфеля фонду можуть входити тільки акції, що торгуються на ринку заявок Української біржі;
- ціна купівлі віртуального пакета акцій здійснювалася за котируванням "ask" (на продаж) на момент закриття торгів, продаж - за котируванням "bid" (на купівлю) на момент закриття торгів поточного дня;
- результати операційного дня відображалися на сайті проекту не пізніше початку наступного дня;
- кожна придбана акція мала залишатися в портфелі компанії не менше 10 повних операційних днів з моменту покупки;
- в результаті кожної транзакції з компанії вираховувалися 0,1% комісійних від об'єму операції;
- сумарна поточна вартість цінних паперів одного емітента не могла перевищувати 15% від загальної поточної вартості активів фонду - окрім випадку, коли ліміт у 15% перевищується за рахунок ринкового зростання (чи падіння) вартості акцій;
- якщо торги акціями були припинені до 17⁰⁰ і в торгівельній системі відсутні котирування, угода купівлі проводиться за ціною останньої угоди плюс половина спреду попереднього дня, а угода з продажу - за ціною останньої угоди мінус половина спреду попереднього дня;
- у випадку прийняття емітентом рішення про виплату дивідендів, управляючий портфелем в цей день отримував разове право продати акції за ціною попереднього дня;
- жодних обмежень на кількість операцій не передбачено;

– якщо торги з цінними паперами були призупинені до закриття торгової сесії, або спред визнаний редакцією як "спекулятивний", учасник мав право придбати, або продати акції за ціною останньої угоди, скорегованої на половину спреду попереднього дня;

– фонд акцій створювався на 9 місяців - з 22 березня до 22 грудня 2010 року.

Учасники обирали стратегію роботи з портфелем з метою отримати максимальну дохідність саме за результатами цього періоду.

2. Конкурс прогнозів.

На цьому етапі аналітики надавали власні прогнози за переліком показників, визначених редакцією та важливих для ринку.

Конкурс являє собою інтелектуальні змагання серед аналітичних підрозділів компаній в оцінці динаміки ринку акцій та прогнозуванні результатів діяльності в різних галузях економіки.

Методика складання рейтингу полягає в отриманні балів за правильність прогнозу та нарахування бонусів за більшу кількість правильних прогнозів. За влучний прогноз буде нараховано максимальну кількість балів, яка буде дорівнювати подвоєній кількості учасників. За кожен наступний влучний прогноз, аналітик буде отримувати +3%, +6%, +9% і так далі відсотків до кількості зароблених у прогнозі балів.

За найбільш близький прогноз, аналітик отримує (кількість учасників*2-2) бали, за кожен наступний найбільш близький прогноз він отримує бонуси +2%, +4%, +6% і так далі, якщо в цьому ж заліку буде присутній абсолютно точний прогноз, премія за найбільш близький прогноз буде меншою на 1%.

Залік триває з 1 березня 2010 р. Наприкінці 2010 р. буде оголошено переможця за результатами конкурсу у номінації «Найкращий прогнозист».

Конкурс Інтернет-трейдерів.

1. У конкурсі інтернет-трейдерів взяли участь усі, хто відкрив конкурсний рахунок в акредитованих "Економічною правдою" брокерів.

Сума коштів на рахунку (вартість активів) учасника конкурсу на момент старту проекту не перевищувала 100 тисяч гривень.

Чиста вартість активів за підсумками торгівельної сесії першого дня конкурсу була зарахована як 100%. Переможцем конкурсу став той трейдер, чий портфель показав найбільшу дохідність у відсотках за підсумками конкурсу.

Протягом дії проекту накладався мораторій на зняття коштів з конкурсного рахунку та на його поповнення. У випадку порушення мораторію трейдер вилучається з гри.

Вартість активів перераховувалась в кінці торгівельної сесії на основі котирування *bid*. Результат відображався у відсотках зміни вартості портфеля порівняно з першим днем проекту.

10. Можливість маржинальної торгівлі та РЕПО-угоди умовами конкурсу не передбачені.

З метою практичної апробації запропонованого нами коефіцієнту поточної ефективності закриття інвестиційної позиції нами було використано торгові дані трьох найприбутковіших станом на 01.11.2010 р. КУА – КІНТО, Dragon Asset Management та Eavex Asset Management.

З метою розрахунку поточної ефективності закриття інвестиційної позиції нами було використано формулу (2.14), проте з огляду на короткий термін аналізу та наявність у портфелі лише простих акцій, дивіденди за якими не виплачувалися, вона була суттєво спрощена. За розрахунковий період нами було обрано один квартал, відповідно на розрахункові дати було складено портфелі трьох вищезазначених КУА та зроблені відповідні розрахунки.

Портфель цінних паперів КУА КІНТО на розрахункові дати та відповідні значення *CECIP* наведені в табл. 2.22.

Таблиця 2.22

Розрахунок поточної ефективності закриття інвестиційної позиції

КУА КІНТО

Біржовий тікер*	Ціна купівлі	Загальна вартість	Питома вага, v	Остання офіційна котировка	CECIP по кожному цінному паперу	CECIP $\times v$
Розрахунок станом на 30.04.2010						
DOEN	109,82	72591,02	0,093096442	106	0,965215808	0,089858
HRTR	1,73	59646,94	0,076495935	1,64	0,947976879	0,072516
KRAZ	0,26	104000	0,133377793	0,25	0,961538462	0,128248
KVBZ	28	98000	0,12568292	33,0443	1,180153571	0,148325
MMKI	4,1	41000	0,05258163	3,894	0,949756098	0,04994
MSICH	2589,33	77679,9	0,099622823	2750	1,062050801	0,105804
NVTR	4,23	105750	0,13562213	4	0,945626478	0,128248
SGOK	13,26	24915,54	0,031953651	13,1446	0,991297134	0,031676
SHCHZ	8,61	25830	0,033126427	7,7205	0,896689895	0,029704
SVGZ	6,06	90900	0,116577321	7,5152	1,240132013	0,144571
UNAF	260,92	58707	0,075290481	304,7641	1,168036563	0,087942
ZAEN	517,99	20719,6	0,026572447	539	1,040560629	0,02765
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						1,044483
Розрахунок станом на 31.08.2010						
AVDK	14,04	79915,68	0,155590847	15,131	1,077706553	0,167681
AZST	2,83	119788,24	0,233220235	2,7809	0,982650177	0,229174
ENMZ	200	80000	0,155755012	189,5428	0,947714	0,147611
FORM	7,01	120018,21	0,233667972	6,74	0,961483595	0,224668
USCB	0,55	113905	0,221765934	0,5388	0,979636364	0,21725
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						0,986384
Розрахунок станом на 01.11.2010						
ALMK	0,16	43872	0,048310275	0,1757	1,098125	0,053051
BAVL	0,4	113920	0,125444624	0,402	1,005	0,126072
DAKOR	48,8	81984	0,090277844	10	0,204918033	0,0185
DOEN	58,53	127185,69	0,140052326	63,825	1,090466427	0,152722
LUAZ	0,16	96000	0,105711762	0,1629	1,018125	0,107628
MSICH	2226,2797	120219,1012	0,132380968	2600,1847	1,167950621	0,154614
MZVM	18,93	85185	0,093802671	20,5389	1,084992076	0,101775
SHCHZ	4,79	88615	0,097579664	4,9737	1,038350731	0,101322
SHKD	4,2	55629	0,061256662	3,5203	0,838166667	0,051343
ZHEN	1,99	95520	0,105183203	1,85	0,929648241	0,097783
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						0,96481

Як видно із табл. 2.22, поточна ефективність закриття інвестиційної позиції КУА Кінто на першу розрахункову дату була вище 1, проте потім знизилася до 0,96, що свідчить про досить високий рівень готовності до раптового відтоку коштів або різкої зміни кон'юнктури на ринку.

Таблиця 2.23

Розрахунок поточної ефективності закриття інвестиційної позиції КУА
Dragon Asset Management

Біржовий тікер*	Ціна купівлі	Загальна вартість	Питома вага, v	Остання офіційна котировка	CECIP по кожному цінному паперу	CECIP $\times v$
Розрахунок станом на 30.04.2010						
AVDK	17,63	158793,41	0,151286908	16,8	0,952921157	0,144164
ENMZ	300	158700	0,151197913	288,33	0,9611	0,145316
KRAZ	0,29	107932,2	0,102830015	0,25	0,862068966	0,088647
MSICH	2749	164940	0,157142935	2750	1,000363769	0,1572
MZVM	37,37	81279,75	0,077437483	33	0,883061279	0,068382
SVGZ	5,73	158801,22	0,151294348	7,5152	1,311553229	0,198431
UNAF	276,41	60257,38	0,057408885	304,7641	1,102579863	0,063298
USCB	0,73	158913,7	0,151401511	0,7342	1,005753425	0,152273
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						1,017711
Розрахунок станом на 31.08.2010						
AVDK	13,196527	125353,8145	0,130071944	15,131	1,146589512	0,149139
CEEN	13,87089	134603,1136	0,139669372	13,0481	0,940682269	0,131385
ENMZ	201	135072	0,140155907	189,5428	0,942999005	0,132167
KRAZ	0,18	145344,96	0,150815526	0,176	0,977777778	0,147464
PGOK	42,23	143582	0,14898621	42,2004	0,999299076	0,148882
USCB	0,5934064	143555,686	0,148958906	0,5388	0,907978095	0,135251
YASK	3,68	136215,2	0,141342135	3,6019	0,978777174	0,138342
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						0,98263
Розрахунок станом на 01.11.2010						
AVDK	13,196527	95674,82423	0,093342415	15,1824	1,150484476	0,107389
AZST	2,83	52638	0,051354764	2,7681	0,978127208	0,050231
CEEN	12,41871	95624,06618	0,093292894	14,6664	1,180992239	0,110178
DOEN	63,34	107678	0,105052971	63,825	1,007657089	0,105857
ENMZ	169,41	54211,2	0,052889612	169,5824	1,001017649	0,052943
LTPL	2,81	122431,7	0,119446998	3,8608	1,373950178	0,164114
MSICH	2356,3106	141378,6364	0,137932036	2600,1847	1,10349828	0,152208
SHKD	3,85	168245	0,164143438	3,5203	0,914363636	0,150087
STIR	84,663459	187106,2448	0,182544873	74	0,87404886	0,159553
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						1,052561

Результати розрахунку поточної ефективності закриття інвестиційної позиції КУА Dragon Asset Management також свідчать про високий рівень готовності до раптового відтоку коштів або різкої зміни кон'юнктури на ринку. При цьому цією КУА навіть створений запас поточної ефективності закриття інвестиційної позиції у 5% на кінцеву розрахункову дату.

Таблиця 2.24

Розрахунок ефективності закриття інвестиційної позиції КУА Eavex Asset Management

Біржовий тiker*	Ціна купівлі	Загальна вартість	Питома вага, v	Остання офіційна котировка	CECIP по кожному цінному паперу	$CECIP \times v$
1	2	3	4	5	6	7
Розрахунок станом на 30.04.2010						
DOEN	108,5	108500	0,123306272	106	0,976958525	0,120465
KRAZ	0,29	87000	0,09887231	0,25	0,862068966	0,085235
LUAZ	0,29	58000	0,065914873	0,22	0,75862069	0,050004
MMKI	4,08	102000	0,11591926	3,894	0,954411765	0,110635
NVTR	4,13	152810	0,173662962	4	0,968523002	0,168197
STIR	92,313885	144932,8	0,164710813	96	1,03993023	0,171288
SVGZ	6,41	76920	0,08741676	7,5152	1,172418097	0,102489
UNAF	234	149760	0,170196749	304,7641	1,302410684	0,221666
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						1,029978
Розрахунок станом на 31.08.2010						
ALMK	0,18	95400	0,059012221	0,1663	0,923888889	0,054521
AVDK	14,37	67539	0,041778055	15,131	1,05295755	0,043991
CEEN	14,05	144363,75	0,089300058	13,0481	0,928690391	0,082932
DOEN	108,5	108500	0,067115576	71,07	0,655023041	0,043962
FORM	7,09	129463,4	0,080083048	6,74	0,950634697	0,07613
KRAZ	0,21	228060	0,141072612	0,176	0,838095238	0,118232
LUAZ	0,29	58000	0,035877451	0,192	0,662068966	0,023753
MMKI	4,08	102000	0,063094828	1,1767	0,288406863	0,018197
NVTR	4,13	152810	0,094524712	2,86	0,692493947	0,065458
PGOK	42,58	30231,8	0,018700688	42,2004	0,991085016	0,018534
STIR	92,313885	144932,8	0,089652059	96	1,03993023	0,093232
SVGZ	6,41	76920	0,047580923	6,1015	0,951872075	0,045291
UNAF	237,74	278393,54	0,172207769	266,573	1,121279549	0,193093
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						0,877326

Продовження табл. 2.24

Розрахунок станом на 01.11.2010						
1	2	3	4	5	6	7
ALMK	0,1647152	239990	0,095979932	0,1757	1,066689862	0,102381
AVDK	13,928788	137895	0,055148767	15,1824	1,090001523	0,060112
BAVL	0,39	155220	0,062077607	0,402	1,030769231	0,063988
CEEN	14,019128	188907,75	0,075550452	14,6664	1,046170631	0,079039
DOEN	8,7793103	25460	0,010182295	63,825	7,269933229	0,074025
ENMZ	164,6	82300	0,03291449	169,5824	1,030269745	0,033911
FORM	7,09	129463,4	0,051776692	6,04	0,85190409	0,044109
KRAZ	0,21	228060	0,09120873	0,163	0,776190476	0,070795
LTPL	2,85	125400	0,050151604	3,8608	1,354666667	0,067939
LUAZ	0,29	58000	0,023196117	0,1629	0,561724138	0,01303
MMKI	4,08	102000	0,040793171	0,94	0,230392157	0,009398
NVTR	4,13	152810	0,061113769	2,05	0,496368039	0,030335
PGOK	42,58	30231,8	0,012090696	43,4041	1,019354157	0,012325
SHKD	4,2	168344,4	0,067326489	3,5203	0,838166667	0,056431
STIR	83,150639	130546,503	0,052209861	74	0,88995107	0,046464
SVGZ	6,41	76920	0,03076285	8,5494	1,33375975	0,04103
UNAF	237,74	278393,54	0,111338776	392,223	1,649798099	0,183687
USCB	0,53	72736,14	0,029089586	0,5605	1,05754717	0,030764
UTLM	0,56	117740	0,047088117	0,6304	1,125714286	0,053008
Коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції портфелю цінних паперів						1,072769

* В таблицях 2.22, 2.23, та 2.24 біржові тікери позначають наступних емітентів:

ALMK – Алчевський металургійний комбінат;

AVDK – Авдіївський коксохімічний завод;

AZST – Азовсталь;

BAVL – Райффайзен банк Аваль;

CEEN – Центренерго;

DAKOR – Дакор Вест;

DOEN – Донбасенерго;

ENMZ – Єнакіївський металургійний завод;

FORM – Форум;

HRTR – Харцизький трубний завод;

KRAZ – Кременчуцький автомобільний завод;

KVBZ – Крюківський вагонобудівний завод;

LTPL – Луганськтепловоз;
LUAZ – Богдан Моторз;
MMKI – Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча;
MSICH – Мотор Січ;
MZVM – Маріупольський завод важкого машинобудування;
NVTR – Новомосковський трубний завод;
PGOK – Полтавський гірничозбагачувальний комбінат;
SGOK – Північний гірничозбагачувальний комбінат;
SHCHZ – Шахтоуправління Покровське;
SHKD – Шахта «Комсомолець Донбасу»;
STIR – Концерн Стірол;
SVGZ – Стахановський вагонобудівний завод;
UNAF – Укрнафта;
USCB – Укрсоцбанк;
UTLM – Укртелеком;
YASK – Ясинівський коксохімічний завод;
ZAEN – Західенерго;
ZHEN – Житомиробленерго.

Що стосується поточної ефективності закриття інвестиційної позиції КУА Eavex Asset Management, то на кінцеву розрахункову дату вона показала найбільше значення показника *CECIP*, проте протягом досліджуваного періоду нею було допущено значне просідання ефективності закриття інвестиційної позиції аж до 87,7%. Як показують наведені вище розрахунки, був перевищений очікуваний рівень збитковості, що могло б призвести до різкого відтоку коштів, якби у даному випадку йшлося про реальний ІСІ.

Отже, як свідчать дані, представлені у табл. 2.25, в переважній більшості випадків компанії з управління активами дотримуються достатнього рівня поточної ефективності закриття інвестиційної позиції,

проте трапляються випадки, які б могли б призвести до отримання реальних збитків в разі відтоку інвестиційних коштів із ІСІ.

Таблиця 2.25

Зведені результати розрахунку ефективності закриття інвестиційної позиції окремих КУА

Назва КУА	Дата розрахунку		
	30.04.2010	31.08.2010	01.11.2010
КІНТО	1,04	0,98	0,96
Dragon Asset Management	1,02	0,98	1,05
Eavex Asset Management	1,03	0,88	1,07

Дані розрахунки не можна розцінювати як розрахунок прибутковості КУА, оскільки в даному випадку мова йде лише про потенційну ліквідацію портфеля за реальною поточною ціною на ринку у випадку екстрених ситуацій.

Відмінність даного підходу від існуючих полягає у наступних аспектах:

1. У запропонованому способі розрахунку поточної ефективності закриття інвестиційної позиції враховується вартість, за якою був куплений цінний папір та витрати на утримання даного цінного паперу у портфелі ІСІ, при цьому пропонується прирівняти витрати на утримання цінного паперу до вартості депозиту на відповідний період, це дає змогу врахувати порівняльну вигоду від інвестування в даний цінний папір порівняно з основним інструментом заощаджень вітчизняних домогосподарств.
2. Використання біржової ціни *bid* для розрахунку *CECIP* дає змогу оцінити рівень ліквідності цінного паперу для конкретного ІСІ. В разі відсутності операцій за даним цінним папером на біржі за останній день його ціна *bid* буде дорівнювати нулю, а отже такий цінний папір виявиться неліквідним.
3. Врахування потоку платежів, що генерується даним цінним папером дає змогу використовувати даний показник не тільки для оцінки акцій, але і для оцінки боргових цінних паперів.

Таким чином, запропонований нами коефіцієнт поточної ефективності закриття інвестиційної позиції поєднує в собі кількісну оцінку ліквідності цінного паперу та оцінку економічного ефекту від інвестування в даний цінний папір, що дасть змогу покращити поточний контроль за виконанням поставлених інвестиційних цілей та забезпечити достатній рівень ліквідності портфелю цінних паперів інституту спільного інвестування на випадок різкого скорочення його ресурсної бази.

Зважаючи на важливість даного показника як інструменту моніторингу портфеля цінних паперів, вважаємо, що інвестиційні менеджери ІСІ мають надавати детальні роз'яснення власним клієнтам для запобігання невірному трактування цього коефіцієнту в межах реалізації політики транспарентності ІСІ, яка детально буде нами розглянута у наступних підрозділах.

Висновки до розділу 2

В даному розділі дисертаційної роботи 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 портфелю.

1. Автором обґрунтовано, що найбільший вплив на методи управління ПЦП ІСІ має тип ринку, на якому вони здійснюють свою діяльність (за загальноприйнятою класифікацією фондовий ринок України відноситься до підгрупи FM СЕЕС – граничні ринки країн східної та центральної Європи). В роботі сформовано перелік обмежень, обумовлених специфікою ринку FM СЕЕС, з урахуванням яких розвинено систему управління ПЦП ІСІ. Критичне узагальнення наукових здобутків щодо архітекtonіки та взаємодії

структурних елементів системи управління ПЦП ІСІ дозволило обґрунтувати необхідність поєднання процесного та функціонального підходів.

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. Визначальним фактором ефективної інвестиційної діяльності ІСІ автор вважає узгодженість параметрів його ресурсної бази та обраної інвестиційної стратегії, яка передбачає формалізацію цільових параметрів портфелю (пріоритетних галузей інвестування, рівня диверсифікації, співвідношення між різними типами цінних паперів, припустимі рівні ризиків, можливі сценарії 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%).

4. 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. Автором виділено чотири релевантних фактора, що

визначають адекватність 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.

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

6. 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.

7. В роботі доведено, що до цих втрат крім комісійних витрат, слід додавати різницю між ціною купівлі та продажу цінного паперу, витрати на утримання цінного паперу 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 обгрунтовано, що управління ліквідністю ПЦП ІСІ слід здійснювати в залежності від обраної інвестиційної стратегії та на основі показника поточної ефективності закриття інвестиційної позиції (*CECIP*).

8. 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 паперу, конвертація якого у гроші є доцільною лише у випадку ліквідації всього портфелю або емітента. Якщо $CECIP \geq 1,00$, то поточне закриття інвестиційної позиції буде ефективним, тобто при конвертації

цінного паперу у гроші інвестор не отримає збитку. Якщо значення коефіцієнту *CECIP* дорівнює або близьке до 1,00, стабільне у часі або повільно зростає до 1,25, то це буде свідчити про приналежність цінного паперу 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 паперу, що призведе до швидкої втрати його вартості.

9. Практичну перевірку розробленого підходу до управління ліквідністю ПЦП ІСІ на основі коефіцієнту *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.

Основні положення даного розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах [161, 163, 165, 166]

РОЗДІЛ 3

СТРАТЕГІЧНІ АСПЕКТИ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Розвиток методичної бази стратегічного управління ризиками інститутів спільного інвестування за етапами життєвого циклу портфеля цінних паперів

В сучасній теорії і практиці портфельного інвестиційного менеджменту напрацьована значна кількість науково-методичних підходів до формування стратегій управління інвестиціями, проте, незважаючи на їх різноманітність, їх можна умовно об'єднати у дві групи – активну та пасивну.

При пасивному управлінні вважається, що ринок «враховує все» та є ефективним, тобто усі релевантні фактори враховані у поточній ціні на цінні папери. Саме тому кошики ринкових індексів вважаються моделями ефективних портфелів. При індексній стратегії використовуються як загальноринкові індекси, так і часткові (галузеві, секторні і т.п.). За такої стратегії прийняття управлінських рішень щодо включення того чи іншого цінного паперу до портфелю максимально спрощується, а також мінімізуються витрати з управління таким портфелем. Якщо припустити справедливість твердження, що у довгостроковій перспективі ринки завжди зростають, то така стратегія обов'язково матиме успіх.

Основою активних стратегій управління портфелем цінних паперів є припущення про те, що ринок не завжди в змозі все врахувати. Виходячи з цього, в будь-який довільний момент часу цінні папери, що представлені на ринку, можуть бути недооціненими, справедливо оцінененими та переоціненими. Виходячи з цього, даний тип стратегій передбачає, що ринкові індекси не відображають реальної вартості цінних паперів, що

включені до відповідного індексного кошика. Виходячи з вищесказаного, рішення про включення цінного паперу до портфеля має приймати портфельний менеджер на основі власної аргументованої точки зору та схильності до ризику. Порівняльна характеристика даних типів стратегій наведена у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Порівняльна характеристика активних та пасивних стратегій управління портфелем цінних паперів (складено автором на основі [16, 19, 27, 89, 99])

Критерії	Активні стратегії	Пасивні стратегії
Рівень об'єктивності при формуванні портфелю	Формування портфелю відбувається досить суб'єктивно, оскільки базується на суб'єктивних висновках менеджера про недооціненість або переоціненість цінного паперу.	Об'єктивність при формуванні портфелю є доволі значною, оскільки складові портфелю відповідають складовим індексу, який відображає загальну динаміку всього ринку.
Правила формування портфелю	Оскільки при активному управлінні людський фактор відіграє значну роль, то для недопущення типових помилок створюються складні правила формування портфелю.	Правила формування портфелю є простими. Рішення про включення того чи іншого цінного паперу до портфелю приймається лише на основі наявності такого паперу у цільовому індексному кошику.
Рівень диверсифікації портфелю	В зв'язку зі значним обсягом роботи, пов'язаної з аналізом емітента та ринку, портфель цінних паперів містить невелику кількість інструментів (15-20), оскільки при збільшенні кількості інструментів спостерігається зростання витрат на його управління і виникає ефект «надмірної диверсифікації».	Побудований портфель є достатньо диверсифікованим, оскільки біржові індекси включають велику кількість паперів (в середньому від 100 до 1000).
Детермінованість структури портфелю	Оскільки рішення про недооціненість або переоціненість цінного паперу приймається менеджером, то воно не може бути абсолютно точним, а отже і не можна точно встановити питому вагу кожного інструменту на основі очікуваного від нього доходу та прогнозованого ризику. Тому частки кожного інструменту визначаються приблизно.	Питома вага кожного цінного паперу визначається на основі його питомої ваги у індексному кошику, а отже її значення відоме і задається досить точно.

Продовження табл.3.1

Наявність резервного інвестиційного фонду	Інвестується не вся сума наявних коштів, оскільки необхідно мати запас для реагування на ринкові зміни. Отже, при активному управлінні обов'язково створюється резерв грошових коштів.	Інвестування коштів відбувається у повному обсязі, без створення резервів.
Моніторинг	Проводиться постійний детальний моніторинг складових портфелю.	Моніторинг проводиться регулярно, але без значної деталізації через велику кількість інвестиційних інструментів.

Говорити про переваги одних стратегій над іншими не має сенсу, оскільки кожна з них може бути успішною в залежності від ринку, на якому вона застосовується.

На основі аналізу основних теоретичних підходів до портфельного управління, проведеного у першому розділі дисертаційної роботи, можна зробити висновок, що відповідно до класичного уявлення управління портфелем цінних паперів, цей процес досліджують на часовому горизонті, який починається від формування портфелю і закінчується його моніторингом.

Таким чином, поняття управління портфелем зводиться фактично тільки до процесу прийняття тактичних і оперативних управлінських рішень щодо наповнення портфеля. Поняття «стратегія інвестування» в межах активного підходу до портфельного управління застосовується лише відносно конкретних менеджерів, оскільки передбачається, що кожному інвестиційному менеджеру властива власна стратегія інвестування [100].

Схематично типовий підхід до управління портфелем цінних паперів зображено на рис. 3.1.

Варто зазначити, що такий підхід не є в достатній мірі комплексним та не враховує неоднорідність інвестиційного процесу інститутів спільного інвестування.



Рис. 3.1. Типова модель управління портфелем цінних паперів
(складено автором)

Ми вважаємо, що процес управління портфелем цінних паперів ІСІ має починатися з визначення стратегії інвестування, оскільки:

- стратегія визначає основні напрямки інвестування, а отже – приблизні рівні ризику та доходності. Саме ці параметри є основними для потенційних інвесторів при виборі інвестиційної альтернативи. Питання достатньої наповненості фонду є на сьогодні ключовим, адже фінансова криза негативно вплинула на рівень довіри населення до фінансових інститутів. Тому перш ніж починати наповнювати фонд, потрібно дати потенційним інвесторам певні орієнтири доходності та ризику, які б базувалися на чіткій стратегії інвестування ІСІ;
- наявність поставлених інвестиційних цілей дозволить провести цілеспрямоване розміщення цінних паперів ІСІ серед тих категорій інвесторів, інвестиційні очікування яких найбільше співпадають з цілями інвестиційної стратегії ІСІ;

- ІСІ є фондом, який управляється КУА, а отже лише за наявності стратегії та цілей інвестування можна визначити оптимальну команду інвестиційних менеджерів, які забезпечать максимальну ефективність діяльності фонду.

З огляду на вищезазначене, ми вважаємо, що в умовах мінливості інвестиційного середовища ринків цінних паперів, які ідентифікуються як FM СЕЕС, доцільно здійснювати управління портфелем цінних паперів ІСІ на основі підходу, що базується на життєвому циклі портфелю цінних паперів ІСІ.

Узагальнено модель управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування на основі життєвого циклу представлена на рис. 3.2.

Охарактеризуємо детальніше кожний етап життєвого циклу портфелю цінних паперів ІСІ.

Формування стратегії інвестування є першою стадією **організаційно-підготовчого етапу** життєвого циклу портфелю цінних паперів ІСІ. Заключною стадією даного етапу є формування фонду фінансових ресурсів. На даному етапі відбувається структуризація потенційних інвесторів ІСІ, виділення цільових груп, відповідно до стратегії і поставлених інвестиційних цілей, проведення емісії та розміщення цінних паперів ІСІ. Також важливим моментом є визначення усіх можливих джерел наповнення фонду фінансових ресурсів як перед формуванням портфелю, так і при сформованому портфелі (в разі виникнення потреби у додаткових коштах).

Основною метою організаційно-підготовчого етапу інвестиційного процесу є формування потенційно стабільного кола інвесторів, які були б лояльними до ІСІ за рахунок максимального врахування в інвестиційній стратегії таких характеристик як схильність домогосподарств до заощадження та схильність до ризику.



Рис. 3.2 – Модель управління портфелем цінних паперів ІСІ, яка базується на життєвому циклі інвестиційного портфелю (складено автором)

Схематично структура організаційно-підготовчого етапу представлена на рис. 3.3.

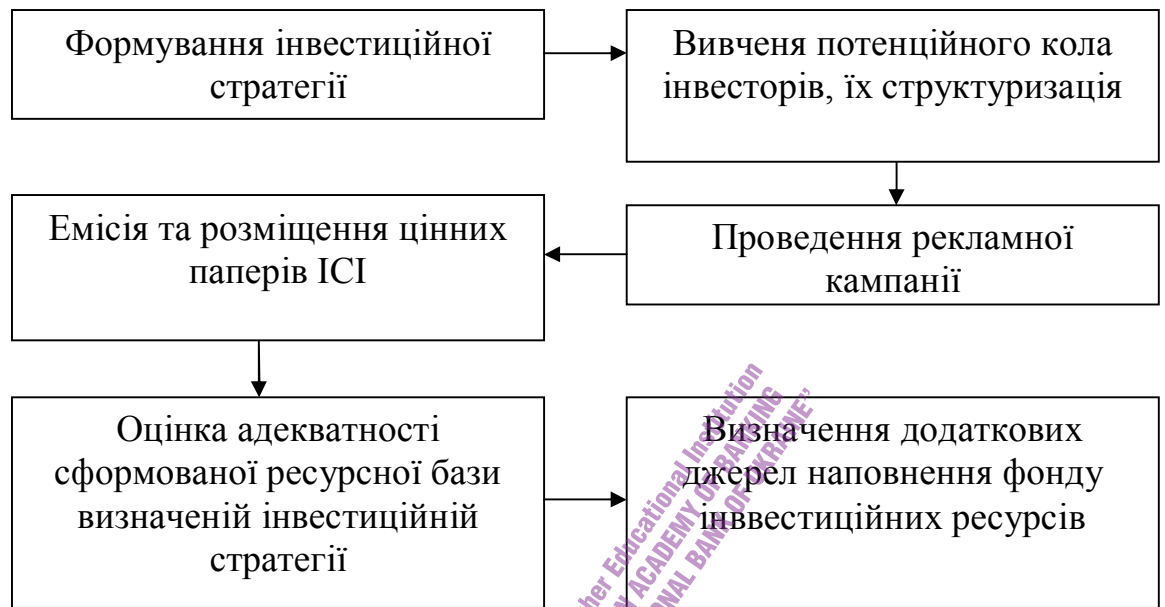


Рис. 3.3 – Стадії організаційно-підготовчого етапу життєвого циклу портфеля цінних паперів ІСІ (складено автором)

Інвестиційно-підготовчий етап складається із трьох стадій:

- 1) розподілу фонду фінансових ресурсів;
- 2) створення основного інвестиційного фонду;
- 3) створення резервного інвестиційного фонду.

Як було зазначено вище, за умови використання ІСІ активної інвестиційної стратегії на фондових ринках групи Frontier, необхідною умовою успішного функціонування ІСІ є наявність резерву фінансових ресурсів. Основною проблемою при цьому є визначення розміру такого резерву та джерел його поповнення у разі необхідності. Розміри та умови використання резервного інвестиційного фонду залежать від рівня волатильності ринку цінних паперів у країні. Відповідно чим більшою є волатильність ринку, тим більшим має бути розмір резервного інвестиційного фонду. Умови використання резервного фонду також мають бути чітко визначені, адже в біржовій практиці надзвичайно важливого значення набуває вчасне закриття інвестиційної позиції, навіть коли

доводиться приймати збитки. Тому зловживання резервами для підтримки збиткових позицій є небезпечним для ІСІ.

Крім визначення балансу між основним та резервним інвестиційним фондом, на інвестиційно-підготовчому етапі також потрібно провести первинний аналіз ринку цінних паперів, макроекономічний аналіз та визначити цільові кола емітентів, інвестування в цінні папери яких дозволить досягнути поставлених цілей та в повній мірі реалізувати інвестиційну стратегію. Також на стадії створення основного та резервного інвестиційного фонду слід обґрунтувати приблизні строки інвестування в окремі цінні папери та визначити граничні рівні ризику, досягнення яких обумовить використання (або припинення використання) резервного фонду.

Основною метою інвестиційно-підготовчого етапу є створення достатньої інформаційної бази для безпосереднього здійснення інвестицій, тобто збір та систематизація інформації, яка дозволить зменшити невизначеність при прийнятті управлінських рішень інвестиційними менеджерами в ході управління портфелем цінних паперів ІСІ.

Інвестиційний етап життєвого циклу портфелю цінних паперів ІСІ передбачає формування портфелю цінних паперів відповідно до цілей та параметрів, визначених на попередніх етапах, моніторинг економічної ситуації та управління портфелем протягом визначеного терміну інвестування. Даний етап займає найбільше часу і триває протягом строку, визначеного стратегією інвестування. Інвестиційний етап включає 2 стадії – формування та моніторинг портфелю. Основна ціль формування портфелю цінних паперів полягає у підборі таких цінних паперів, які б у сукупності давали найбільш вигідний баланс між ризиком та дохідністю та забезпечували б виконання цілей, визначених інвестиційною стратегією.

На стадії формування портфелю цінних паперів інвестиційними менеджерами мають здійснюватися такі основні дії:

- встановлення параметрів диверсифікації портфелю цінних паперів: галузева, внутрішньогалузева, за типами цінних паперів тощо;

- детальний аналіз фінансового стану емітентів із визначеного на попередньому етапі кола. Розрахунок власних індексів (галузевих, за видами цінних паперів), оскільки біржові індекси в країнах групи Frontier не відображають реальну ринкову ситуацію;
- прогнозування зміни ринкової ситуації внаслідок купівлі (продажу) певного цінного паперу (поява або зникнення маркет-мейкерів по окремим цінним паперам, консолідація крупних пакетів цінних паперів одного емітента у одного ІСІ);
- відкриття інвестиційних позицій: купівля (короткий продаж) цінних паперів, які відповідають визначеним стратегією інвестиційним характеристикам та дозволяють отримати задані параметри портфелю;
- розрахунок остаточних параметрів портфелю цінних паперів, що сформувалися після купівлі-продажу його складових та визначення необхідності та умов зміни структури портфелю.

Моніторинг портфелю цінних паперів здійснюється за такими напрямками:

- макроекономічні показники;
- емітенти цінних паперів;
- законодавство;
- фондовий ринок;
- параметри портфелю (СЕСІР, вартість чистих активів, ліквідність, рівень диверсифікації, ризики, тощо).

Слід зазначити, що країни, фондові ринки яких відносяться до групи Frontier, характеризуються частою зміною законодавства в сфері інвестицій. Тому для ІСІ важливо своєчасно реагувати на такі зміни у законодавстві, для цього потрібно крім законодавчих змін також аналізувати і зміни у структурі та правилах державного регулювання у сфері відносин з цінними паперами. Важливою частиною моніторингу портфелю цінних паперів ІСІ є відстеження тенденцій біржових індексів. Проте варто враховувати той факт, що через низьку питому вагу організованого фондового ринку у торгівлі

цінними паперами, біржові індекси не зовсім адекватно відображають реальну ринкову ситуацію.

Варто зазначити, що саме на інвестиційному етапі відбувається використання резервного інвестиційного фонду, який є фінансовим забезпеченням успішного реагування на несприятливі ринкові зміни.

Завершальний етап є останнім, і настає по завершенню інвестиційного періоду, визначеного стратегією інвестування, або по досягненню інвестиційних цілей.

Основна мета завершального етапу – вчасно і з найменшими витратами закрити інвестиційні позиції та здійснити розподіл доходу між учасниками інвестиційного процесу. На даному етапі інвестиційними менеджерами повинні здійснюватися наступні основні кроки:

- завершальний макроекономічний аналіз та остаточний розрахунок параметрів портфелю цінних паперів;
- визначення строку, протягом якого слід закрити всі інвестиційні позиції портфелю цінних паперів (ліквідаційного строку);
- безпосереднє закриття інвестиційних позицій;
- розрахунок економічного результату та розподіл доходу між учасниками спільного інвестування.

Варто зазначити, що хоча українським законодавством передбачено існування безстрокових ІСІ, портфель цінних паперів повинен плануватися на визначений строк. Такий підхід обумовлений необхідністю періодично повертати кошти інвесторам та середньою тривалістю окупності інвестованих коштів.

На сьогодні вітчизняний інвестор не схильний до вкладення коштів на тривалий період і інститутам спільного інвестування варто розраховувати піки виплат за власними зобов'язаннями кожні 1-2 роки для збалансованості фінансових потоків, саме стільки складає середня тривалість депозитних вкладів у комерційних банках України (близько 94% усіх вкладів складають депозити строком до двох років, з них 26,7% – депозити на вимогу, 45,8% – депозити строком до одного року) [8-12].

Конкретизація та формалізація управлінських дій інвестиційних менеджерів інституту спільного інвестування на кожному етапі життєвого циклу портфелю цінних паперів ІСІ підвищить ефективність його діяльності в цілому та зменшить деякі інвестиційні ризики.

Запропонована модель управління портфелем цінних паперів передбачає більш ефективне функціонування управлінської системи за рахунок виокремлення етапів життєвого циклу портфелю цінних паперів та встановлення для цих етапів окремих цілей. Взаємозв'язок між управлінською системою та моделлю управління портфелем цінних паперів представлено у таблиці 3.2.

Кожна з підсистем в певній мірі реалізується на кожному етапі та спрямована на виконання окремих цілей. Чітке розмежування управлінських цілей на кожному з етапів життєвого циклу портфелю цінних паперів дасть змогу зекономити витрати праці та часу та підвищити ефективність управління портфелем в цілому.

На кожному етапі інвестиційного процесу можуть виникати певні втрати, несприятливі події, реалізовуватися певні ризики. Це означає, що протягом інвестиційного процесу будуть видозмінюватися або зникати існуючі ризики або виникати нові.

Ризик як характеристика портфелю, в даному випадку є комплексним показником, який буде враховувати всю сукупність економічних ризиків ІСІ. Економічний ризик для ІСІ ми будемо трактувати як ***імовірність настання несприятливих подій, внаслідок яких виникне загроза виконанню кінцевої економічної мети ІСІ або зниження економічного ефекту діяльності ІСІ.***

Проте інвестиційний процес в цілому та в ІСІ зокрема не однорідний і складається з певних етапів або періодів, для кожного з яких будуть характерні свої ризики.

Враховуючи сьогоденні реалії українського фондового ринку, система економічних ризиків ІСІ набуде вигляду, представленого у табл. 3.3 (на макрорівні) та табл. 3.4 (на мікрорівні).

Взаємозв'язок між управлінською системою та моделлю управління портфелем цінних паперів (розроблено автором)

<i>Етап</i>	<i>Стадії</i>	<i>Основна мета управління на етапі</i>	<i>Підсистеми, що використовуються</i>
Організаційно-підготовчий	- Вибір стратегії інвестування; - формування фонду фінансових ресурсів	Формування потенційно стійкого кола інвесторів, які були б лояльними до ІСІ за рахунок максимального врахування в інвестиційній стратегії таких характеристик, як схильність до заощадження та схильність до ризику	- Управління ресурсами; - управління ризиками
Інвестиційно-підготовчий	- Розподіл фонду фінансових ресурсів; - формування основного інвестиційного фонду; - формування резервного інвестиційного фонду	Створення достатньої інформаційної бази для безпосереднього здійснення інвестицій, тобто збір та систематизація інформації, яка дозволить зменшити невизначеність при прийнятті управлінських рішень інвестиційними менеджерами в ході управління портфелем цінних паперів ІСІ	- Управління ресурсами; - управління ризиками
Інвестиційний	- Формування портфелю цінних паперів; - моніторинг портфелю цінних паперів	Підбір таких цінних паперів, які б у сукупності давали найбільш вигідний баланс між ризиком та доходністю та забезпечували б виконання цілей, визначених інвестиційною стратегією	- Управління ресурсами (в частині управління резервним інвестиційним фондом); - управління ризиками; - управління активами; - управління ліквідністю
Завершальний	Ліквідація портфелю цінних паперів	Вчасно і з найменшими витратами закрити інвестиційні позиції та здійснити розподіл доходу між учасниками інвестиційного процесу	- Управління ризиками; - управління активами; - управління ліквідністю

Визначені нами ризики на макрорівні майже не піддаються кількісній оцінці і лише щодо окремих з них розроблений науково-методичний інструментарій по їх вимірюванню та управлінню ними з боку держави. Що стосується управління економічними ризиками інститутів спільного інвестування на макрорівні, то це навряд чи можливо, оскільки дані ризики виникають з причин, на які інститут спільного інвестування ніяк не може впливати, і тому залишається лише розробляти механізми протидії таким ризикам. Такими механізмами можуть бути хеджування, диверсифікація та лімітування. Проте, зважаючи на нерозвиненість вітчизняного ринку похідних цінних паперів, механізми хеджування не можуть ефективно використовуватися українськими інститутами спільного інвестування.

Варто зазначити, що лише ризик ліквідності та індивідуальний ризик інвестора піддається впливу з боку ІСІ. Питання вдосконалення науково-методичних підходів до управління ліквідністю інститутів спільного інвестування були розглянуті нами у підрозділі 2.3 дисертаційної роботи. Що ж стосується індивідуального ризику інвестора, то найбільш ефективною протидією їм буде правильна маркетингова стратегія інституту спільного інвестування, яка б врахувала національні особливості здійснення заощаджень та інвестицій в першу чергу вітчизняними домогосподарствами та дієву політику транспарентності ІСІ, яка буде нами розглянута у підрозділі 3.4. В процесі управління портфелем цінних паперів ІСІ, інвестиційні менеджери мають змогу зменшити впливи окремих макроекономічних ризиків за рахунок ефективної диверсифікації інвестиційних вкладень. Одним з напрямків диверсифікації портфелю цінних паперів є галузева диверсифікація, дослідженню якої і буде присвячений наступний підрозділ дисертаційної роботи.

Класифікація економічних ризиків ІСІ на макрорівні (складено автором)

Групи ризиків	Ризики	Вплив ризику на різних етапах життєвого циклу портфелю цінних паперів інституту спільного інвестування			
		Організаційно-підготовчий	Інвестиційно-підготовчий	Інвестиційний	Завершальний
Національні ризики (ризики пов'язані з політичним устроєм, ефективністю діяльності окремих інститутів державної влади)	Зміни законодавства через лобіювання певними бізнес-групами на їх користь	Незначний (можливий вплив на формування стратегії інвестування)	Середній (є можливість коригувати інвестиційний вибір)	Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій)	Відсутній
	Націоналізація, реприватизація, примусова зміна форми власності або організаційно-правової форми	Відсутній	Середній (є можливість коригувати інвестиційний вибір)	Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій)	Значний (може виникнути ризик ліквідності)
	Порушення у роботі судової гілки влади, поширення рейдерських атак	Незначний (є можливість коригувати інвестиційний вибір та стратегію)		Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій та викликати появу ризику ліквідності)	
	Соціальні заворушення, війни, терористичні акти, масові страйки, економічні конфлікти з іншими країнами	Значний (може вплинути на реалізацію всього інвестиційного процесу, незалежно від його періоду)			
Макроекономічні ризики	Ризик зміни кон'юнктури (зміна попиту/пропозиції внаслідок чого змінюється об'єктів інвестування, а отже вартість відповідних цінних паперів)	Незначний (можливий вплив на формування стратегії інвестування)	Середній (є можливість коригувати інвестиційний вибір)	Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій)	Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій)
	Валютний ризик (несприятлива зміна валютних курсів)	Незначний (можливий вплив на формування стратегії інвестування)	Середній (є можливість коригувати інвестиційний вибір)	Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій)	Значний (може вплинути на параметри вже сформованого портфелю інвестицій)
	Процентний ризик (ризик зміни ставки рефінансування або середньоринкової ставки за кредитами)	Відсутній	Відсутній	В залежності від питомої ваги чутливих до зміни відсоткової ставки активів у портфелі (може бути значним або відсутнім)	В залежності від питомої ваги чутливих до зміни відсоткової ставки активів у портфелі (може бути значним або відсутнім)
	Інфляційний ризик (зміна рівня цін у країні)	Середній (впливає на схильність до інвестування або заощадження)		Значний (зростання рівня цін зменшує чистий ефект від інвестицій)	

Класифікація економічних ризиків інститутів спільного інвестування на макrorівні представлена у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Класифікація економічних ризиків ІСІ на макrorівні (складено автором)

Тип ризику	Вплив ризику на різних етапах життєвого циклу портфелю цінних паперів інституту спільного інвестування			
	Організаційно-підготовчий	Інвестиційно-підготовчий	Інвестиційний	Завершальний
Індивідуальний ризик об'єкту інвестування (свідоме або несвідоме невиконання об'єктом власних функцій, планів, стратегії)	Відсутній	Середній (є можливість коригувати інвестиційний вибір)	Значний (зміна параметрів вже сформованого інвестиційного портфелю)	Значний (зміна характеристик окремих складових портфелю при необхідності закривати позицію)
Кредитний ризик (невиконання зобов'язань за борговими цінними паперами або банківськими депозитами)	Відсутній	Відсутній	Значний (зміна параметрів вже сформованого інвестиційного портфелю)	Значний (зміна характеристик окремих складових портфелю при необхідності закривати позицію)
Ризик ліквідності (неможливість або складність закриття позиції за окремими інструментами)	Відсутній	Відсутній	Значний (можуть виникнути складнощі при поточному управлінні портфелем і зміні його складових)	Значний (неможливість закрити позицію при настанні строку ліквідації фонду та виплати винагороди інвесторам)
Ризик недобросовісної поведінки конкурентів	Відсутній	Середній (можливий вплив конкурентів на потенційних інвесторів, внаслідок чого не буде в достатньому обсязі сформований інвестиційний фонд)	Значний	Значний
Індивідуальний ризик інвестора (зміна уподобань потенційних інвесторів, зміна частини доходу, який спрямовується на інвестиції/заощадження, зміна схильності до ризику)	Середній (можлива зміна цільової аудиторії, стратегії інвестування, що викличе додаткові витрати на переорієнтацію, або відмову від проекту)	Значний (можливі витрати від реалізації даного ризику зростають, оскільки в повному обсязі понесені витрати на формування фонду)	Середній (фонд сформований, але можливе дострокове погашення сертифікатів фонду, що може поставити під загрозу виконання стратегії фонду)	Незначний

Для ефективного врахування впливу вищезазначених економічних ризиків інституту спільного інвестування нами визначено рівень втрат, які можуть бути обумовлені реалізацією кожного ризику на всіх етапах життєвого циклу портфеля цінних паперів інституту спільного інвестування (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Оцінка рівня впливу релевантних ризиків на діяльність ІСІ
за етапами життєвого циклу портфеля цінних паперів (складено автором)

Групи ризиків	Релевантні ризики	Етапи життєвого циклу портфелю цінних паперів 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. 3.5, 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 портфелем цінних паперів ІСІ; 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 портфелі цінних паперів; 8 – втрати від неможливості закриття інвестиційних позицій; 9 – втрати від неможливості ліквідації портфеля цінних паперів ІСІ.

Дані щодо впливу релевантних ризиків на діяльність ІСІ в табл. 3.5 представлені за наступними етапами життєвого циклу портфеля цінних паперів: 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); ІІ – інвестиційно-підготовчим (розподіл фонду інвестиційних ресурсів на активну та пасивну частину, структуризація напрямків та інструментів інвестування за ризиковістю, доходністю, строковістю тощо); ІІІ – інвестиційним (формування та поточне управління ПЦП ІСІ); ІІІІ – завершальним (закриття інвестиційних позицій ПЦП ІСІ та розподіл доходів між бенефіціарами ІСІ).

3.2. Галузеві аспекти формування стратегії управління активами інститутів спільного інвестування



Одним з центральних питань формування стратегії інституту спільного інвестування є визначення галузевих пріоритетів при інвестуванні. В короткостроковій перспективі основним показником, що буде визначати привабливість галузі або сектору економіки для інвестування буде середній рівень прибутковості по галузі, а також рівень ризикованості діяльності. Якщо ж говорити про довгострокову перспективу, то зазначені показники неможливо достовірно визначити, особливо для фондових ринків країн групи FM СЕЕС, до яких відноситься і фондовий ринок України.

Варто зазначити, що країни, фондові ринки яких класифікуються як FM СЕЕС, розпочали впровадження ринкової моделі національної економіки лише 30 років тому. Для швидкого підвищення конкурентоспроможності національної економіки вкрай необхідним було централізувати рух капіталу в країні з метою здійснення гнучкого та ефективного управління розвитком усіх сфер господарської діяльності. В таких умовах лише пріоритетний розвиток банківського сектору давав змогу ефективно управляти потоками капіталу в країні, а розвиток фондового ринку мав другорядне значення. З огляду на вищезазначене, фондові ринки групи FM СЕЕС на сьогодні знаходяться у стадії розвитку, що підтверджується досить низьким рівнем їх капіталізації та невисокою популярністю боргових фондів інструментів на національних ринках цінних паперів.

В умовах низької інформаційної прозорості українського ринку цінних паперів та зацікавленості основних торговців лише у найбільш надійних цінних паперах (так званих «блакитних фішках») традиційні методи фундаментального аналізу не будуть адекватно відображати реальну вартість емітента та його цінних паперів. Технічний аналіз в Україні взагалі немає сенсу застосовувати через низьку кількість операцій, що проводяться на організованому фондовому ринку, низьку питому вагу самого організованого ринку та розгалуженість інфраструктури організованого ринку, що призводить до різниці у методології обчислення та подання торгової інформації.

З огляду на вищезазначене, ми вважаємо, що інвестиційна привабливість галузі або сектору економіки для ІСІ буде визначатися тим, наскільки активно підприємства галузі використовують інструменти фондового ринку для забезпечення власних фінансових потреб.

Рівень сек'юритизації капіталу підприємств галузі ми пропонуємо визначати через галузевий коефіцієнт сек'юритизації сукупного капіталу підприємств (*TBS*):

$$TBS = \frac{\sum_{i=1}^N (Cap_i + DS_i)}{\sum_{i=1}^N (Eq_i + DC_i)}, \quad (3.1)$$

де

Cap_i – капіталізована вартість акцій i -го підприємства галузі;

DS_i – загальна сума боргових цінних паперів емітованих i -тим підприємством галузі;

Eq_i – загальна сума власного капіталу i -го підприємства галузі;

DC_i – загальна сума залученого капіталу i -го підприємства галузі.

Також ми вважаємо за доцільне розраховувати показники сек'юритизації окремо власного та залученого капіталу підприємств галузі або сектору. Такий показник має застосовуватися вже при виборі конкретного типу фондового інструменту для інвестування (пайового чи боргового). Відповідно коефіцієнт сек'юритизації власного капіталу галузі (BS_{Eq}) буде розраховуватися як відношення капіталізованої вартості акцій підприємств до загальної суми власного капіталу підприємств галузі.

$$BS_{Eq} = \sum_{i=1}^N \frac{Cap_i}{Eq_i} \quad (3.2)$$

Такий показник буде відображати частину частину власного капіталу підприємств галузі, яка знаходиться у формі акціонерного капіталу.

Варто зазначити, що з розвитком економіки, все більше підприємств трансформують власну організаційно-правову форму саме в акціонерну. Це пов'язано з тим, що акціонерним товариствам легше отримати доступ до інвестиційного капіталу. Окрім цього, у світовій практиці досить поширеним способом залучення капіталу останнім часом є IPO, що вимагає від підприємства саме акціонерної організаційно-правової форми існування. З огляду на це, можна зробити висновок, що в країнах, фондові ринки яких класифікуються як FM СЕЕС, буде справедливою наступна взаємозалежність

– з розвитком економіки питома вага акціонерного капіталу у структурі власного капіталу підприємств галузі буде наближатися до 100%. Дані по обсягах власного капіталу українських підприємств в розрізі видів економічної діяльності наведені у табл. 3.6.

Збільшення питомої ваги акціонерного капіталу в структурі власного капіталу підприємств галузі на сьогодні в Україні відбувається за рахунок:

- реорганізації функціонуючих підприємств з інших форм власності у акціонерну;
- створення нових акціонерних товариств;
- збільшення статутного капіталу існуючих акціонерних товариств за рахунок додаткових емісій акцій;
- зростання ринкової капіталізації акцій за рахунок збільшення їх ціни на фондовому ринку;
- зменшення обсягів капіталу інших форм власності за рахунок припинення діяльності підприємств (банкрутство, закриття, зміна країни реєстрації тощо).

Переважна більшість факторів (крім останнього), що впливають на зростання досліджуваного показника, свідчать про активний розвиток галузі, а отже – про зростання у найближчому майбутньому інвестиційної привабливості акцій її підприємств.

При досягненні часткою акціонерного капіталу певного критичного значення, близького до 1 (1 практично не може бути, оскільки існують такі види підприємницької діяльності, для яких акціонерна форма є занадто складною) збільшення питомої ваги акціонерного капіталу в структурі власного капіталу підприємств галузі може відбуватися лише за рахунок додаткових емісій акцій, при низьких темпах виходу нових підприємств на фондовий ринок з первинним розміщенням акцій.

Динаміка власного капіталу підприємств України в розрізі видів економічної діяльності за 2008-1 пів. 2010 рр., млн. грн. [33-35]

	Власний капітал – всього		Власний капітал – всього		Власний капітал – всього	
	на 1 січня 2008р.	на 31 грудня 2008р.	на 1 січня 2009р.	на 31 грудня 2009р.	на 1 січня 2010р.	на 30 червня 2010р.
Усього	1029776	1133604	1169967	1269538	919972	921170
у тому числі						
сільське господарство, мисливство, лісове господарство	49038,9	62845,2	62532,4	72217,2	1503	1499
промисловість	355795,3	394929,4	397952,6	410801,9	384002,1	383235,1
будівництво	26449,7	27421,2	27701,5	29499,8	13110,2	12034
торгівля автомобілями та мотоциклами, їх технічне обслуговування та ремонт	11682,2	8333,4	10491,9	10261,2	6899,3	7118
оптова торгівля посередництво в оптовій торгівлі	66277,3	52853,4	54070,3	57816,7	13243,5	14981
роздрібна торгівля; ремонт побутових виробів та предметів особистого вжитку	7885,3	5573,1	6355,4	5616,3	2241,7	1563
діяльність готелів та ресторанів	7193,9	7014,6	7047,5	7830,4	6044,1	5795,5
діяльність транспорту та зв'язку	129823,2	148242,9	150246,6	163449,8	158109,4	159602,2
фінансова діяльність	57546,3	74969	75326,8	82200,4	27135,2	28782,5
операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	296830	332256,5	358797,8	409874,3	293061,7	292866,4
освіта	1193,4	1310,7	1311,1	1453,3	1254,1	1280,3
охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	3869,3	4166	4154,6	4387,9	3616,1	3776,8
надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	15667,6	13028,3	13357,9	13406,2	9099,6	7974

Така ситуація буде свідчити про завершення активної стадії сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі і про майбутнє зниження курсової доходності акцій даної галузі або сектору. Найпривабливішими галузями для інвестування в акції будуть ті галузі, в

яких коефіцієнт сек'юритизації власного капіталу матиме значення близьке до середнього по всій економіці характеризуватиметься високими темпами зростання за останні роки. Окремо слід зазначити, що даний показник є інструментом середньо- та довгострокового прогнозування (3-5, 7-10 років), оскільки накопичення власного капіталу – це досить повільний процес, навіть в економіках, що стрімко розвиваються.

Факторами, що впливатимуть на зростання коефіцієнта сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі, будуть наступні:

- загальне зростання питомої ваги акціонерного капіталу в структурі власного капіталу галузі;
- збільшення кількості власників цінних паперів підприємств галузі;
- зростання прибутковості підприємств галузі, і як наслідок – зростання інвестиційної привабливості галузі;
- зміни у державному регулюванні, що спрямовані на підтримку галузі (сектору);
- притік капіталу на фондовий ринок (як внутрішнього так і зовнішнього);
- зростання ліквідності фондового ринку в цілому.

Оскільки визначені нами релевантні фактори зростання коефіцієнту сек'юритизації власного капіталу галузі кожен сам по собі та у комплексі свідчать про підвищення інвестиційної привабливості галузі або сектору за інших рівних умов, то можна зробити висновок що зростання коефіцієнту активної участі також буде свідчити про зростання інвестиційної привабливості.

Що ж стосується боргових цінних паперів, то тут трохи інша специфіка. Ми не можемо стверджувати, що залучення додаткових коштів за допомогою боргових цінних паперів – це найкращий спосіб, проте спираючись на статистичні дані по Європейському Союзу (рис. 3.4), можемо сказати, що банківський кредит та борговий цінний папір як інструменти запозичення будуть прагнути до паритету.

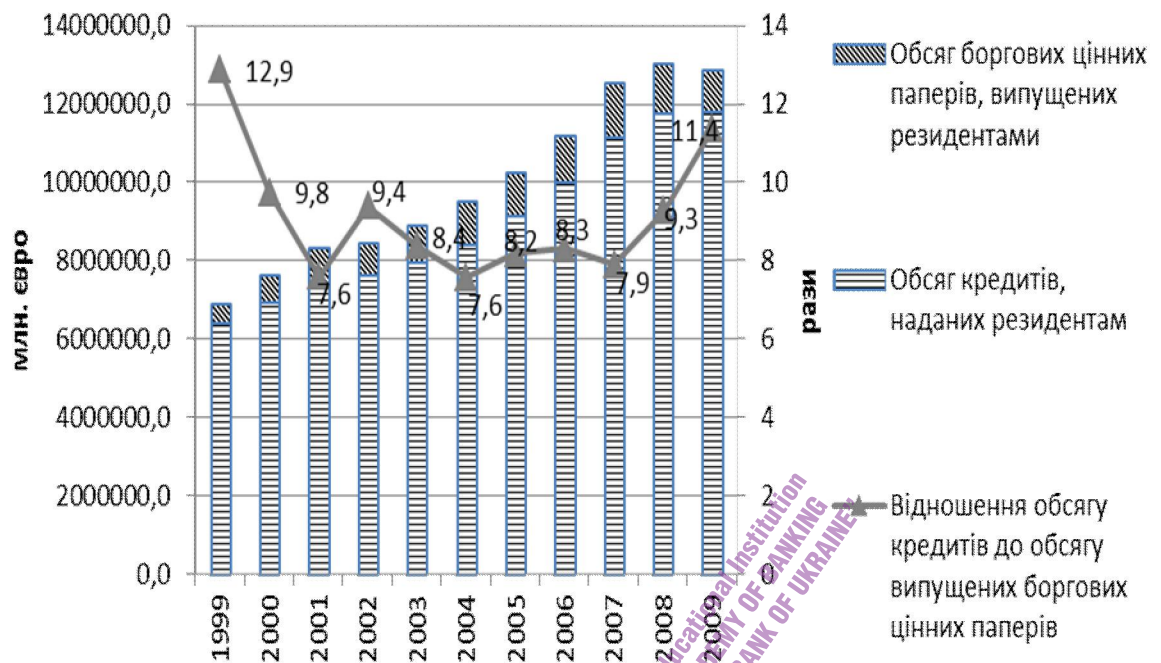


Рис. 3.4. Динаміка обсягів кредитів, наданих резидентам та боргових цінних паперів, емітованих резидентами Європейського союзу протягом 1999-2009 рр. (складено автором на основі [184, 187])

Щоправда світова фінансова криза дещо підірвала довіру до фондових ринків, тому з 2008 р. спостерігається зменшення питомої ваги цінних паперів в структурі боргового капіталу у країнах Європейського союзу.

Вийнятком з даного правила можна вважати фінансовий сектор, оскільки у розпорядженні комерційних банків та інших фінансових установ є досить велика кількість інструментів для залучення коштів.

Таким чином, для аналізу ринку боргових цінних паперів пропонуємо окрім традиційних інструментів застосовувати коефіцієнт сек'юритизації залученого капіталу підприємств галузі (BS_{DC}):

$$BS_{DC} = \sum_{i=1}^N \frac{DS_i}{DC_i} \quad (3.3)$$

Галузевий аналіз шляхів залучення коштів підприємствами дасть змогу виявити найбільш інформаційно прозорих та надійних позичальників.

Покупці боргових цінних паперів, перед здійсненням інвестицій у такі папери, проводять всесторонній аналіз фінансової надійності та кредитоспроможності емітентів облігацій, векселів та інших боргових цінних паперів. З огляду на вищезазначене, можна зробити наступний висновок: **чим активніше підприємства галузі фінансують власну діяльність за рахунок боргових цінних паперів, тим об'єктивнішою буде ринкова ціна таких цінних паперів, а отже – вищою їх інвестиційна привабливість, порівняно з підприємствами тих галузей, де фондові інструменти використовуються у меншій мірі.**

Рівні інвестиційної привабливості в залежності від співвідношення між коефіцієнтом сек'юритизації власного капіталу та коефіцієнтом сек'юритизації сукупного капіталу підприємств галузі (сектору) представлені у табл. 3.7.

Зауважимо, що, оскільки сам по собі аналіз сек'юритизації капіталу не несе повної інформації про інвестиційну привабливість конкретного інструменту, а лише відображає реакцію учасників ринку на нього, то запропоновані нами показники сек'юритизації сукупного, власного та залученого капіталу підприємств у розрізі окремих галузей мають використовуватися у сукупності із традиційними механізмами оцінки платоспроможності, кредитоспроможності, фінансової стійкості тощо.

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.

Класифікація галузей (секторів) економіки в залежності від співвідношення між коефіцієнтом сек'юритизації власного капіталу та коефіцієнтом сек'юритизації сукупного капіталу підприємств галузі (складено автором)

Значення коефіцієнту сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі	Значення коефіцієнту сек'юритизації сукупного капіталу підприємств галузі	Характеристика галузі	Рівень інвестиційної привабливості галузі для ІСІ
Низьке	Низьке	Галузь характеризується низькою питомою вагою акціонерного капіталу, що свідчить або про неприродність такої форми організації капіталу для галузі або про її слабкий розвиток. Окрім цього, характерним є також невикористання боргових інструментів фондового ринку, що свідчить про відсутність гнучкості підприємств даної галузі в питаннях пошуку додаткових коштів.	Низький – від такої галузі не варто очікувати високої доходності за цінними паперами у найближчому майбутньому, також можливі проблеми з ліквідністю. Нехтування борговими цінними паперами ставить галузь у велику залежність від банківського сектору в питаннях фінансування.
Низьке	Середнє	Середній рівень коефіцієнту охоплення фондовим ринком свідчить про зацікавленість торговців в даній галузі навіть попри низку питому вагу акціонерного капіталу, що дає підстави прогнозувати трансформацію інших форм капіталу в акціонерну в найближчому майбутньому. Також такі галузі досить активно використовують фондові інструменти для залучення позичкового капіталу, що створює додаткові переваги для них.	Середній - доходність цінних паперів даного сектору невисока, або існує значний інвестиційний ризик, проте середній рівень охоплення фондовим ринком свідчить про привабливість боргових цінних паперів даного сектору, що створює сприятливі умови для інвестування в облігації або інші боргові цінні папери.

Високе	Середнє	Галузь, підприємства якої відчули переваги акціонерної форми, проте не в достатній мірі використовують боргові цінні папери. Це може свідчити або про достатність власного капіталу, або про доступність інших джерел позичкового капіталу.	В залежності від динаміки показників: якщо коефіцієнти зростають – високий рівень привабливості, якщо знижуються або статичні – середній.
Високе	Високе	Як правило, це найрозвиненіші галузі (сектори) національної економіки які постійно користуються підвищеним попитом серед торговців цінними паперами. Серед таких галузей (секторів) наприклад банківський сектор, енергетичний сектор (за умови, що державна частка зведена до мінімуму або відсутня взагалі), фармацевтична галузь, тощо.	Високий – серед підприємств такого сектору найчастіше зустрічаються «блакитні фішки». Найкраще підходить для інвестування у короткостроковій та середньостроковій перспективі. Цінні папери даної галузі здатні забезпечити середню дохідність при низькому рівні або відсутності ризику.

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

$$IAB = \{F(TBS); F(BS_{DC}); F(BS_{Eq})\}, \quad (3.4)$$

де $F(x)$ визначається наступним чином:

$$\begin{cases} F(x) = 1, \forall x \geq \bar{x} \\ F(x) = 0, \forall x < \bar{x} \end{cases} \quad (3.5)$$

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:

$$IAB = \{0;0;0\};$$

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.

Зауважимо, що зазначена система показників призначена для стратегічного планування інвестиційних пріоритетів інституту спільного інвестування.

Співвідношення коефіцієнтів секторизації капіталу підприємств галузі може змінюватися з часом. Це залежить від різних факторів, проте варто зазначити, що у довгостроковій перспективі для переважної більшості галузей (секторів) буде характерним прагнення максимізувати функцію IAB .

Такий висновок зроблений нами на основі наступних міркувань:

- 1) акціонерна форма організації капіталу на сучасному етапі розвитку економічних відносин є найоптимальнішою для більшості галузей, підприємства яких є суб'єктами фондового ринку, а отже капітал буде прагнути до набуття саме такої форми (відображенням цієї тенденції буде зростання коефіцієнту BS_{Eq});
- 2) розвиток ринкової економіки та демонополізаційних процесів буде призводити до зменшення середнього розміру пакету акцій одного емітента, що знаходяться у власності одного інвестора, що сприятиме активізації торгових операцій на фондовому ринку (зростання BS_{Eq});
- 3) розвиток технічних можливостей організаторів торгівлі та загальний науково-технічний прогрес полегшить доступ до торгівлі цінними паперами всіх категорій власників, що сприятиме зростанню кількості акцій, що знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку (зростання BS_{Eq});

- 4) з розвитком економіки суб'єкти національної економіки прагнутимуть до диверсифікації джерел залучення додаткових коштів, а оскільки на даний момент ринок банківського кредитування розвинений набагато краще, то це буде означати зростання активності на ринку боргових цінних паперів (зростання BS_{DC});
- 5) саме фондовий ринок є одним із способів об'єктивної оцінки вартості компанії, а також сприяє поширенню інформації про компанію потенційним інвесторам. Якщо компанія прагне до розвитку, їй доведеться використовувати ті інформаційні канали, які використовуються інвесторами на розвинених ринках (зростання TBS).

Розглянуті вище показники більше призначені для стратегічного планування та прогнозування, проте як показав аналіз, на сьогодні економічні реалії не дозволяють інститутам спільного інвестування формувати довгострокову ресурсну базу в достатніх обсягах та здійснювати довгострокове інвестування.

З огляду на це на короткострокову перспективу кориснішим буде інший показник – коефіцієнт активної сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі (ABS_{Eq}), який запропоновано визначати наступним чином:

$$ABS_{Eq} = BS_{Eq} \cdot \sum_{i=1}^n FreeFloat_i \quad (3.6)$$

де

n – кількість підприємств галузі;

$FreeFloat_i$ – частка акцій i -го підприємства, що знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку;

Коефіцієнт активної сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі буде виступати інструментом аналізу тенденцій ринкової активності у короткостроковій перспективі.

Факторами, що впливатимуть на зростання коефіцієнта активної сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі, будуть наступні:

- загальне зростання питомої ваги акціонерного капіталу в структурі власного капіталу галузі;
- збільшення кількості торгових операцій на організованому фондовому ринку;
- включення підприємств галузі до переліку «блакитних фішок»;
- переважання публічних акціонерних товариств над приватними;
- збільшення кількості власників цінних паперів підприємств;
- зростання прибутковості підприємств галузі, і як наслідок – зростання привабливості галузі для інвесторів;
- впровадження системи електронних торгів на фондових біржах;
- впровадження принципів «темного аукціону» при організації купівлі-продажу цінних паперів;
- зміни у державному регулюванні, що спрямовані на підтримку галузі (сектору);
- притік капіталу на фондовий ринок (як внутрішнього так і зовнішнього);
- зростання ліквідності ринку в цілому.

Оскільки визначені нами релевантні фактори зростання коефіцієнту активної сек'юритизації власного капіталу підприємств галузі кожен сам по собі та у комплексі свідчать про підвищення інвестиційної привабливості цінних паперів, випущених підприємствами галузі або сектору за інших рівних умов, то можна зробити висновок що зростання коефіцієнту ABS_{Eq} також буде свідчити про зростання інвестиційної привабливості цінних паперів підприємств досліджуваної галузі.

В даному підрозділі дисертаційної роботи нами обгрунтовано, 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.

Проте для здійснення ефективної оцінки сек'юритизації капіталу підприємств галузі існують певні перешкоди. Зокрема на сьогодні не існує достатньо повної відкритої інформаційної бази про обсяги капіталу підприємств в розрізі типів капіталу та галузей, статистична інформація, що надається Державним комітетом статистики, на жаль містить інформацію про структуру капіталу лише в розрізі видів економічної діяльності, які суттєво відрізняються від галузевої класифікації емітентів на вітчизняних фондових біржах. Окрім цього, висока частка операцій з борговими цінними паперами (особливо з векселями) проходить на позабіржовому ринку, і не враховується у біржових показниках капіталізації, а отже користування публічними даними може призвести до похибок в оцінці інвестиційної привабливості. Окрім цього, на сьогодні, в Україні інфраструктурне та інституційне регулювання фондового ринку є досить неефективним. Існування великої кількості органів державної влади, які регулюють відносини на ринку цінних паперів, призводить до виникнення розбіжностей у методичних підходах до формування публічної статистичної інформації, що створює суттєві проблеми співставлення даних, отриманих з різних джерел. Питання вдосконалення державного інституційного та інфраструктурного регулювання фондового ринку в Україні будуть нами розглянуті у наступному підрозділі дисертаційної роботи.

3.3. Напрямки вдосконалення стратегії державного регулювання діяльності інститутів спільного інвестування в Україні

На думку провідних фінансових аналітиків [3-6], сьогодні ринок цінних паперів є найвищою формою розвитку товарно-грошових відносин. За гармонійного розвитку, розвинутої інфраструктури, налагодженого правового забезпечення механізмів захисту інтересів всіх його учасників – інвесторів, емітентів, посередників – він є потужним прискорювачем економічного розвитку будь-якої країни. Ринок цінних паперів є багатоаспектною соціально-економічною системою, на основі якої функціонує ринкова економіка в цілому. Він сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку кожної людини шляхом володіння і вільного розпорядження цінними паперами, психологічній готовності населення до ринкових відносин. На ринку цінних паперів формуються початкові критерії для оцінки ефективності нових вкладень, здійснюється економічний контроль за ефективною діяльністю акціонерних товариств. Особливо це важливо для «захисту» підприємництва від наслідків комерційного ризику в сучасних умовах, різких змін у структурі світового господарства, стрибків у динаміці товарних цін, відсоткових ставок, валютних курсів.

У вітчизняній науковій літературі все ще дискусійним залишається питання вибору пріоритетної моделі розвитку фондового ринку України – каменем спотикання став вибір локомотиву її розвитку: банківської системи чи небанківських фінансових організацій. Тому особливої актуальності набуває аналіз досвіду економічно розвинених країн щодо організації інституційного, інфраструктурного та нормативного регулювання ринку цінних паперів з метою розробки рекомендацій щодо оптимізації системи органів державного регулювання та нормативно-правового поля ринку цінних паперів України.

Ринки цінних паперів відіграють важливу роль у регулюванні грошового обігу та кредиту. Досвід останніх десятиріч розвитку промислово розвинутих країн свідчить, що існування розгалуженої мережі ринків цінних паперів у багатьох ситуаціях може стримувати розвиток інфляційних процесів. Велике різноманіття цінних паперів за видами та емітентами стимулює трансформацію невитрачених грошових ресурсів споживачів у заощадження. За недостатнього розвитку (або відсутності) ринку цінних паперів може виникнути проблема розміщення державних позик, обумовлена дефіцитністю бюджету.

Успішне функціонування економіки в умовах ринку неможливе без розвиненого й стійкого фондового ринку. Для стабілізації фінансового становища країн в умовах світової фінансової кризи у зв'язку з обмеженістю фінансових ресурсів держави постає необхідність забезпечити розширене відтворення шляхом залучення та «переливу» коштів через фондовий ринок. Розвиток ринку цінних паперів є своєрідним індикатором лібералізації економіки й успішного проведення ринкових реформ.

В даний час у промислово розвинутих країнах ринки цінних паперів належать до найбільш динамічних елементів фінансової системи. Обороти на нових ринках цінних паперів зростає в багато разів швидше, ніж обсяг операцій на товарних ринках і на традиційних кредитних ринках. Формування ринків цінних паперів означає високий ступінь економічного розвитку. З ускладненням господарського механізму функції ринків цінних паперів стають дедалі різноманітнішими. Система цих ринків створює необхідний і важливий компонент сучасного механізму економічного регулювання.

Так, у промислово розвинутих країнах рух капіталів, перерозподіл трудових і матеріальних ресурсів між різними галузями виробництва найчастіше опосередковується ринками цінних паперів. В умовах, коли величезні обсяги капіталу виявляються зв'язаними на тривалий період у тій чи іншій продуктивній формі, саме ринки цінних паперів надають економіці тої гнучкості й мобільності, яка забезпечує можливість швидкого переливу

ресурсів з одних галузей в інші і здійснення структурної перебудови виробництва. На відміну від інших фінансових ринків, тільки ринки цінних паперів є дійовим інструментом розподілу й перерозподілу капіталу корпорацій між галузями.

Історично так склалося, що в різних країнах сформувалися різні моделі організації фондового ринку, але основними і найпопулярнішими з них є американська та європейська моделі.

Американська модель (рис.3.5) вважається еталоном фондового ринку, де небанківські фінансові організації відіграють роль центру перерозподілу фінансових потоків.

Характерними рисами даної моделі є:

- високий рівень спеціалізації комерційних банків (чітке розмежування інвестиційної та комерційної діяльності банків);
- високий рівень розвитку небанківських фінансових організацій;
- пріоритетність інструментів взаємних фондів (Mutual Funds) над інструментами комерційних банків серед дрібних інвесторів, фізичних осіб;
- низька вартість кредитних ресурсів та їх доступність, що збільшує потенційні резерви суб'єктів фондового ринку для проведення операцій з цінними паперами;
- порівняно проста процедура виходу на фондовий ринок емітентів з первинним розміщенням цінних паперів;
- державне регулювання всіх операцій з цінними паперами на центральному рівні здійснюється одним профільним органом (у США – це Комісія з цінних паперів та фондової біржі), на регіональному – єдиним органом на рівні штату;
- клірингова та депозитарна діяльність забезпечується небанківською установою (в США дану функцію виконує The Depository Trust & Clearing Corporation);
- високий рівень лібералізації операцій з цінними паперами;

- велика різноманітність фондових інструментів з лояльними правилами обігу.

Слід зазначити, що класичною американською моделлю є фондовий ринок, який сформувався в США за часи дії закону Гласса-Стігала, який суттєво обмежував інвестиційну діяльність комерційних банків.

Це призвело до бурхливого розвитку небанківських фінансових інститутів та появи інвестиційних банків, які не займалися традиційними банківськими операціями. Проте у 2000 р. законом Грема-Ліч-Блайлі було скасовано обмеження, що накладалися законом Гласса-Стігала. Сучасна модель американського фондового ринку характеризується активною участю комерційних банків в інвестиційних процесах. До речі, багато економістів вважають однією з причин світової фінансової кризи надмірну лібералізацію фондового ринку США внаслідок відміни закону Гласса-Стігала.

Інша поширена модель фондового ринку – європейська, відповідно до якої центральну ланку в перерозподілі фінансових потоків в країні відіграє банківська система. Така модель склалася еволюційно, адже саме у Європі зародилися перші банки, тому цілком зрозуміло, що за століття свого існування саме комерційні банки стали центром перерозподілу фінансових потоків. На сьогоднішній день комерційні банки Європи мають достатній рівень капіталізації для здійснення ефективною інвестиційної діяльності. І хоч в останні десятиліття спостерігається зростання ролі небанківських фінансових організацій у ЄС, проте відмінності між європейською та американською моделлю залишаються суттєвими.

Після зняття кордонів на пересування капіталів в об'єднаній Європі було потрібно привести національне законодавство у відповідність із загальноприйнятими європейськими юридичними нормами (директивами Європейського Союзу). У 1994 р. було ухвалено Закон про торгівлю цінними паперами, в якому впроваджені положення про заборону операцій з цінними паперами з використанням інформації, невідомої широкому загалу.

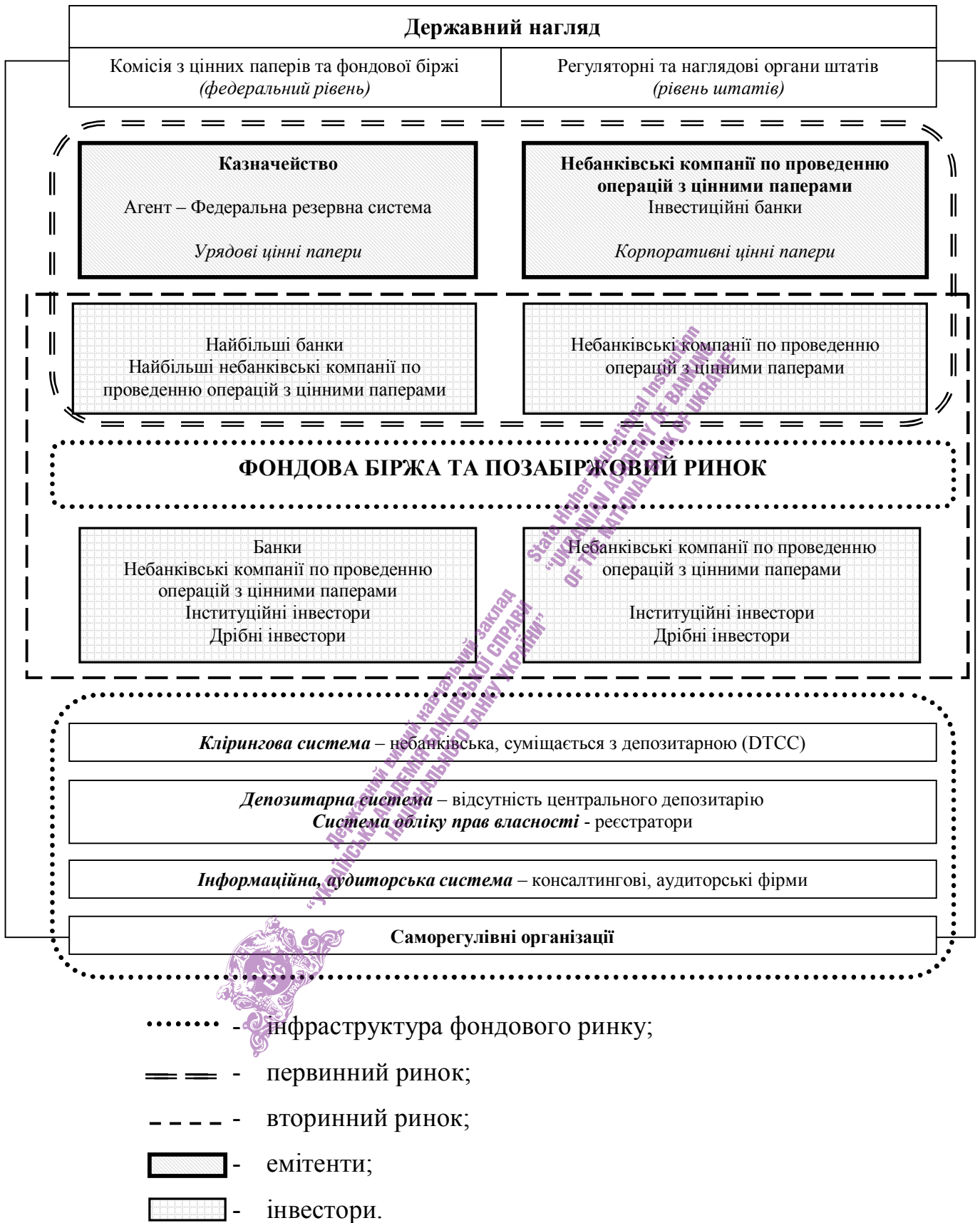


Рис. 3.5. Американська модель організації фондового ринку (на прикладі США) [193, 194, 198]

Внаслідок прийняття Закону був створений федеральний орган — Комісія з цінних паперів (BAWe), що налічувала в середині 1999 р. понад 150 працівників, основним завданням яких є боротьба з використанням інсайдерської інформації на ринку цінних паперів.

Характерні сучасні особливості діяльності ринку цінних паперів у Європейському союзі:

- ринок акцій незначний порівняно з обсягами економіки (крім Великобританії) внаслідок застосування універсальної банківської системи;
- реформування ринку капіталу в зв'язку з інтеграційними процесами в ЄС, зокрема з введенням в обіг євро;
- проведення активних переговорів щодо об'єднання фондових бірж, уніфікації правил, вимог, часу роботи і т. ін.;
- створення спільних торгових систем, зокрема торгівлі опціонами EUREX (на базі німецької DTB);
- розбудова Європейського клірингового депозитарію «Європейський кліринговий дім (ЕСН) (на базі «Седел» та «Німецька біржа — кліринг АГ»);
- створення європейського рейтингового агентства «Єврорейтинг»;
- створення FESCO — Європейської асоціації регуляторів ринку капіталів.

У рамках чотирирівневої структури контролю та нагляду за фондовим ринком (федеральні органи — органи біржового нагляду федеральних земель — комітети з контролю на фондових біржах — управління внутрішнього контролю комерційних банків та інших учасників ринку) налагоджена взаємодія на кожному рівні при чіткому розподілі функцій.

У зв'язку з особливостями організації ринку значна роль у регулюванні фондового ринку належить:

- земельним органам нагляду за біржами;
- органам регулювання банківської діяльності.

Відомства по нагляду за ринком:

- Федеральне відомство по нагляду за торгівлею цінними паперами;
- Федеральне відомство по нагляду за діяльністю фінансових установ;
- земельні органи біржового нагляду;
- біржові органи по нагляду за торгівлею.

Узагальнено організаційна структура європейського фондового ринку представлена на рисунку 3.6.

Дано характеристику основним інституційним параметрам європейської моделі фінансової системи:

- універсалізація комерційних банків (значний рівень капіталізації разом з універсальністю банку створює значні конкурентні переваги для банку);
- існування двох центральних органів державної влади з контролю за операціями з цінними паперами окремо для банків і для небанківських організацій (в Німеччині це Федеральний німецький банк та Федеральне відомство з нагляду за інститутами фінансових послуг);
- первинне розміщення цінних паперів відбувається через посередництво комерційних банків;
- порівняно низький рівень розвитку небанківських фінансових організацій;
- серед населення як об'єкти заощадження більш популярними є банківські інструменти;
- існування двох клірингових систем (Euroclear – небанківська та Clearstream (до 2002 року – CEDEL) – банківська);
- високі вимоги до емітентів при виході на фондову біржу з первинним розміщенням (складність включення компанії до лістингу біржі через високі вимоги до неї);

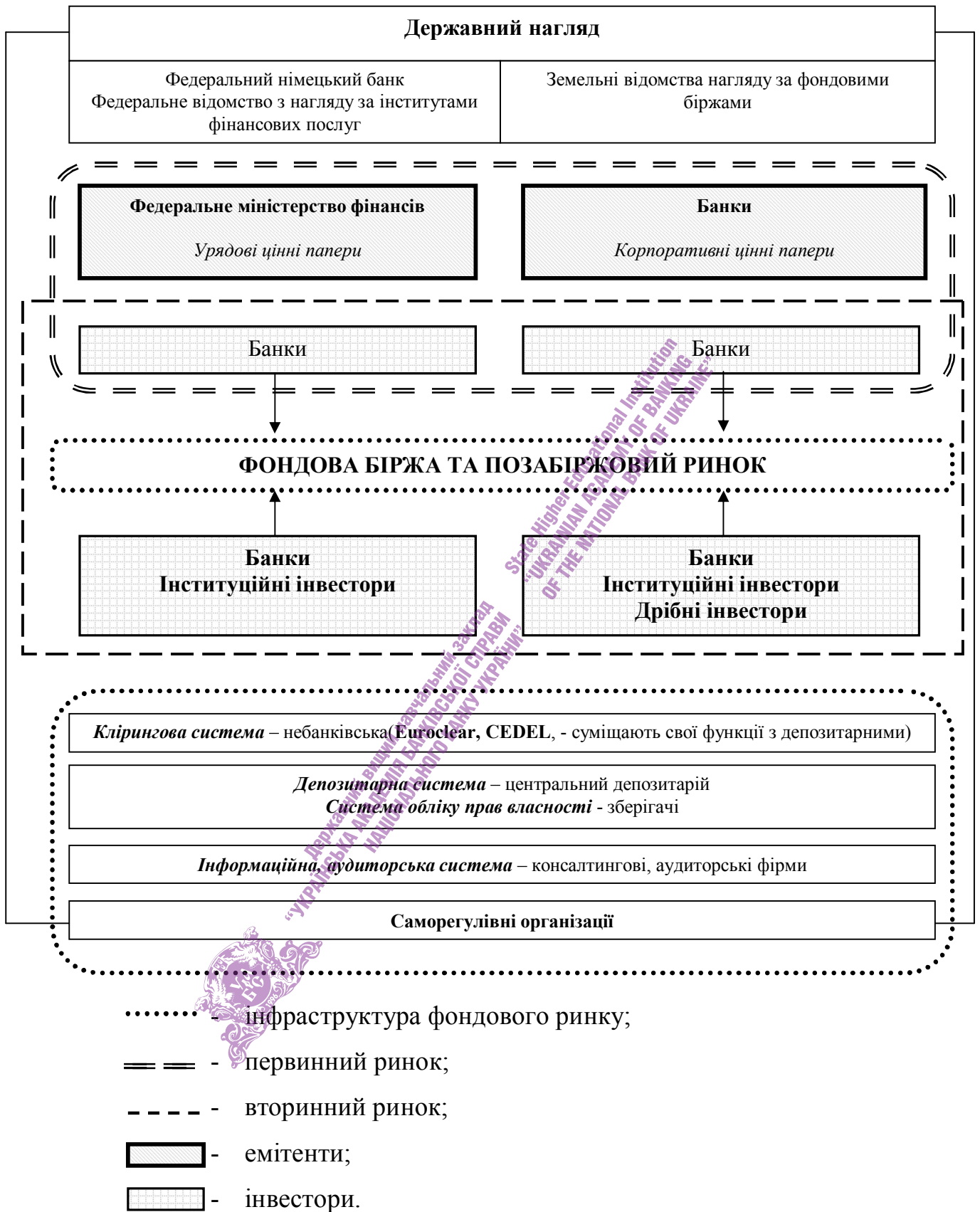


Рис. 3.6. Європейська модель організації фондового ринку (на прикладі Німеччини) [88]

- значний рівень зарегульованості державою інвестиційних операцій (підвищені вимоги до суб'єктів ринку цінних паперів щодо ризикованості фондових операцій, заборона окремих видів цінних паперів, що широко використовуються в американській моделі);
- брокерські функції виконують переважно комерційні банки.

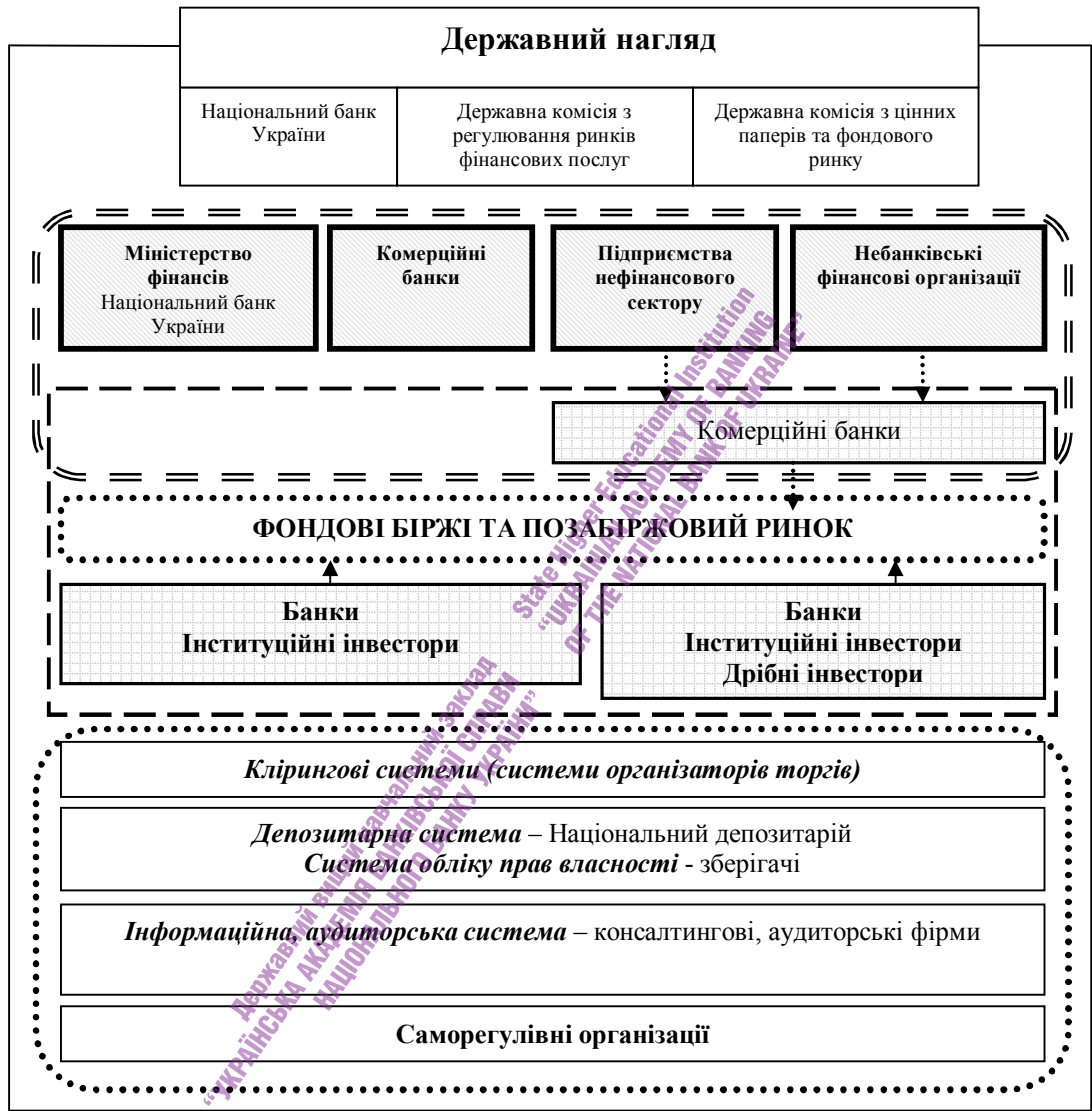
Аналізуючи дані моделі, слід зазначити, що незважаючи на концептуальні відмінності у їх будові, тенденції останніх років свідчать про зближення ролі комерційних банків та небанківських фінансових установ на фондових ринках.

Після набуття Україною статусу незалежної держави, пріоритет надавався розвитку банківської системи, про що свідчать динаміка кількості банківських установ, зростання обсягів операцій, асортименту послуг, розвиток банківської інфраструктури тощо. Іншими словами, вітчизняний фондовий ринок розвивався за німецькою моделлю, яка характеризувалася провідною роллю банків на фондовому ринку.

Діюча на сьогодні в Україні модель фондового ринку (рис. 3.7), на нашу думку характеризується наступними інституційними диспропорціями.

1) Державне регулювання ринку цінних паперів в Україні здійснює три органи державної влади – Національний банк України (регулювання діяльності комерційних банків з цінними паперами), Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (загальне регулювання діяльності на фондовому ринку) та Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг (регулювання діяльності інститутів спільного інвестування). Це не узгоджується з європейською моделлю, яка бралася за основу при створенні вітчизняної моделі фондового ринку. За її логікою мало б бути два регулюючих органи, один з яких контролював би інвестиційну діяльність банків, інший – небанківських фінансових установ. В Україні діяльність небанківських фінансових установ контролює відразу два органи, причому незрозуміло, чому інститути спільного інвестування (чисті торговці цінними паперами, портфельні інвестори) підпадають під регулювання державної

комісії з регулювання ринків фінансових послуг поряд із страховими, факторинговими, лізинговими компаніями.



..... інфраструктура фондового ринку; == == - первинний ринок;
 [штрихуваний прямокутник] вторинний ринок; [штрихуваний прямокутник] емітенти; - - інвестори, ..➤ - посередництво комерційних банків при первинному розміщенні цінних паперів

Рис. 3.7. Функціонує в Україні модель організації фондового ринку (складено автором на основі [113, 114, 115, 119, 124, 126])

2) Розвиток первинного ринку цінних паперів стримується тим фактором, що фактично емітенти змушені проводити первинне розміщення через посередництво банків. Оскільки жоден з українських банків в чистому вигляді не є інвестиційним, то в них відсутній інвестиційний інтерес при

здійсненні таких операцій. Для вітчизняних комерційних банків не вистачає капіталізації та банального досвіду роботи на фондових ринках для проведення ефективного посередництва, як це відбувається, наприклад, в Німеччині. На даному етапі розвитку вітчизняного ринку цінних паперів доцільніше було б перекласти функції посередництва при первинному розміщенні на фондові біржі або спеціалізованих небанківських фінансових посередників.

3) Ефективність діяльності вітчизняного фондового ринку також знижується через відсутність єдиної клірингової системи. Існування трьох операторів клірингово-розрахункової діяльності, спеціалізація яких чітко не встановлена ускладнює оперативний обмін торговими даними, що знижує інформаційну прозорість ринку в цілому.

4) Окремо слід зупинитись на організаторах торгів. На сьогодні в Україні ліцензію організаторів торгів мають 10 організацій. Реально ж операції проводяться лише на трьох (ПФТС, ПЕРСПЕКТИВА та Українська біржа, разом $\approx 80\%$ обсягів торгів на організованому ринку у 2009 р.). Велика кількість організаторів торгів виправдана лише за наявності їх спеціалізації, в іншому випадку це лише призводить до зниження прозорості ринку та зниження адекватності біржових індексів.

Зазначені проблеми функціонування вітчизняного фондового ринку негативно позначається на функціонуванні інститутів спільного інвестування. В той час, як в економічно розвинених країнах населення активно користується послугами взаємних, трастових, індексних та інших фондів, в Україні, на жаль, переважну частину клієнтів інститутів спільного інвестування складають юридичні особи – резиденти, яким станом на 31.12.2009 р. належало 86,63% ВЧА фондів, що більше від вкладень у ці фонди зазначених інвесторів у 2008 р. на 83,60%. Вітчизняні організації були основними вкладниками закритих невенчурних та венчурних фондів – їхня частка у ВЧА складала, відповідно, 89,14% та 84,29%.

Крім того, у 2009 р. різко зросла частка цих інвесторів в інтервальних фондах, де вони також стали головною категорією вкладників (75,23%,

+921% за рік). Однак, це відбулося, головним чином, через скорочення участі фізичних осіб-резидентів із 92,07% до 24,77% (-73%).

Таким чином, можна сказати, що в Україні інститути спільного інвестування не виконують своєї основної функції – перетворювати заощадження населення на інвестиції. Характер вкладання коштів тих типів ІСІ, основними інвесторами яких є юридичні особи, дозволяє зробити висновок, що вони можуть використовуватися з метою ухилення від сплати податків. Про це свідчить висока питома вага векселів в структурі зведеного портфеля цінних паперів українських ІСІ (табл. 3.8). Згідно даних Державної комісії з фінансового моніторингу [73], векселі активно використовуються з метою легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом.

Таблиця 3.8

Структура зведеного портфеля цінних паперів ІСІ України станом на 31.12.2009 р. [5]

Тип ЦП	Сукупна вартість цінних паперів у портфелях ІСІ, грн.	Частка у зведеному портфелі цінних паперів ІСІ
Акції	14 169 925 127	34,32%
Векселі	13 694 129 728	33,17%
Облігації підприємств	12 957 151 861	31,38%
Облігації державні внутрішні	164 516 868	0,40%
Ощадні сертифікати	159 736 986	0,39%
Заставні цінні папери	100 180 105	0,24%
Облігації місцевих позик	29 639 473	0,07%
Облігації державні зовнішні	5 000 595	0,012%
Деривативи	4 608 221	0,011%
Іпотечні облігації	477 363	0,001%
Всього	41 284 888 965	100,00%

Наявність вищезазначених диспропорцій стримує розвиток вітчизняного ринку цінних паперів, призводить до надмірного контролю комерційними банками емісійних операцій вітчизняних підприємств. Існування двох центральних органів державного регулювання небанківських фінансових організацій призводить до неузгодженості державної політики щодо розвитку фондового ринку. Відсутність чіткої спеціалізації

організаторів торгів обумовлює низьку ефективність торгівлі цінними паперами в країні в цілому та створює перешкоди для підвищення питомої ваги організованого ринку цінних паперів. Наслідком цього є неадекватність вітчизняних фондових індексів та непрозорість процесів перерозподілу капіталу в країні.

Для швидкого та ефективного розвитку вітчизняного ринку цінних паперів потрібна єдина концепція, яка б визначала основи інституціонального розвитку фондового ринку на базі європейської моделі. Існуючі нормативні документи, що визначають сучасні пріоритети розвитку вітчизняного фондового ринку характеризуються відсутністю єдиного системного підходу до реформування ринку.

З огляду на це, необхідно створити державну програму інституціонального розвитку ринку цінних паперів України, яка б визначила конкретні кроки по реорганізації державного регулювання ринку цінних паперів, заклала основи ефективної моделі організованого ринку та створила умови для забезпечення ефективної конкуренції серед суб'єктів фондового ринку. Базуючись на досвіді Сполучених Штатів Америки, ми пропонуємо з метою підвищення довіри населення до вітчизняних інститутів спільного інвестування та підвищення прозорості ринку цінних паперів в цілому, ми пропонуємо вдосконалити систему державного інституційного та інфраструктурного регулювання ринку цінних паперів за двома напрямками.

По-перше ми вважаємо, що існування двох окремих центральних органів державної влади, що регулюють відносини небанківських фінансових установ є недоцільним. Інститути спільного інвестування та недержавні пенсійні фонди є небанківськими фінансовими установами, проте їх діяльність регулюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. У той же час страхові компанії, інвестиційні компанії та всі інші фінансові посередники окрім банків регулюються Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг.

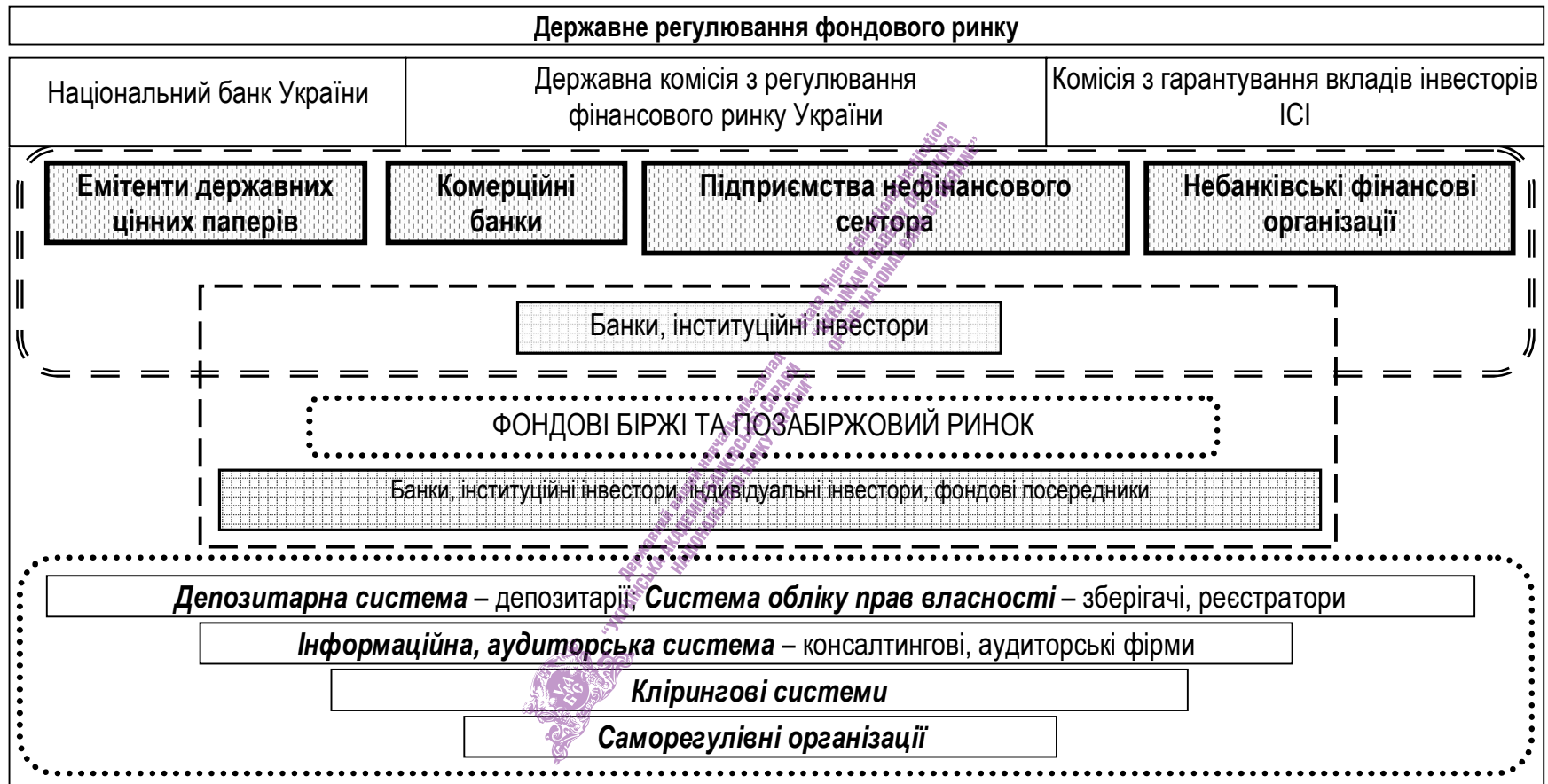
На наш погляд така розрізненість призводить до неузгодженості державної політики в сфері розвитку фондового ринку та ринку фінансових

послуг. Тому ми пропонуємо об'єднати дані два державні органи, сумістивши їх функції. Це сприятиме виробленню єдиної узгодженої стратегії розвитку для всіх небанківських фінансових інститутів, що на наш погляд позитивно відобразиться на розвитку ринку спільного інвестування зокрема.

Другою позицією, що потребує на наш погляд вдосконалення є запровадження державного інституту гарантії прав споживачів фінансових послуг. В межах теми нашого дослідження ми пропонуємо запровадити Комісію з гарантування вкладів інвесторів інститутів спільного інвестування.

До функцій даної комісії необхідно віднести:

- формування фонду відшкодування втрат від інвестування в цінні папери інститутів спільного інвестування. Такий фонд повинен гарантувати хоча б на мінімальному рівні інвестиції у закриті диверсифіковані фонди, вкладниками яких є фізичні особи;
- ведення рейтингу надійності компаній з управління активами, від місця в якому б залежали розміри відрахувань до фонду – чим вище місце у рейтингу тим менші відрахування до фонду. Окрім того, наявність компанії з управління активами у даному рейтингу свідчила б про надійність та професійність компанії, що безумовно б підвищувало рівень довіри населення до даного виду заощадження;
- встановлення індикативних нормативних значень показника ефективності ліквідності для різних типів інститутів спільного інвестування (в першу чергу для відкритих та інтервальних пайових інвестиційних фондів) та контроль за їх дотриманням.



..... – інфраструктура фондового ринку - - - - - : – первинний фондовий ринок
 - - - - - – вторинний фондовий ринок [шпигунка] – емітенти [шпигунка] – інвестори

Рис. 3.8. Модель організації фондового ринку України (розроблена автором)

Варто зазначити, що в Україні в сфері спільного інвестування процес пристосування законодавства до загальноприйнятої європейської практики проходить досить активно. Про це свідчить, наприклад, прийняття нового закону «Про акціонерні товариства» [106], яким було усунуто ряд протиріч та покращено організацію операцій з цінними паперами. Проте, нажаль, даний приклад вдосконалення законодавства не характеризує всю систему правового регулювання фінансових відносин на ринку спільного інвестування.

Більшість норм, що регулюють діяльність інститутів спільного інвестування, закріплена в окремому Законі «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [120], який визначає організаційні та правові основи діяльності ІСІ, особливості управління ними, вимоги до складу, структури та управління активами, особливості розміщення та обігу цінних паперів інвестиційних фондів, порядок та обсяг розкриття ними інформації. Цей документ став своєрідним фундаментом для інших нормативно-правових актів.

Наразі правові норми, що регламентують діяльність вітчизняних ІСІ, набули системного характеру. Їх містять Закони України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [120], «Про цінні папери та фондовий ринок» [126], «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [114], «Про інвестиційну діяльність» [119] тощо.

Спільне інвестування – відносно молода сфера права з погляду рівня кодифікації, що обумовлює той факт, що законодавство про спільне інвестування не має чіткої загальної концепції. Одні й ті самі відносини можуть регулюватися в нормативно-правових актах по-різному, що, в свою чергу, негативно позначається на розвитку ринку спільного інвестування в цілому. Лише узгоджена система нормативно-правових актів здатна забезпечити високу ефективність правового регулювання відносин в сфері

спільного інвестування та активізувати розвиток даного сегменту фінансового ринку.

На наш погляд, найважливішим моментом, що потребує якнайшвидшого реформування, є узгодження законодавчих визначень діяльності з управління активами. Рішенням ДКЦПФР від 11.01.2002 р. № 13 було затверджено Положення "Про компанію з управління активами ІСІ та юридичних осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами пенсійних фондів " [6]. Крім компаній з управління активами (КУА) ІСІ, воно поширювалося на юридичних осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами пенсійних фондів. У даному документі професійна діяльність з управління активами визначається як діяльність, що здійснюється за винагороду КУА на підставі відповідного договору про управління активами, які належать інвесторам інвестиційних та учасникам пенсійних фондів на праві власності.

З розвитком ринкових відносин виникла необхідність розмежувати інвесторів на інституційних та некваліфікованих. Цей поділ відповідає світовій практиці і був частково втілений у вітчизняному законодавстві. Інституційними інвесторами в Україні вважаються ІСІ, інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи. Стаття 4 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів" від 30.10.1996 р. [114] визначила діяльність з управління активами як професійну діяльність учасника фондового ринку – КУА, що провадиться нею за винагороду від власного імені або на підставі відповідного договору про управління активами, які належать інституційним інвесторам на праві власності. Схоже визначення містить ст. 18 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 р. [126], згідно з якою діяльність з управління активами інституційних інвесторів – це професійна діяльність учасника фондового ринку – КУА, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на

підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.

Таким чином, в українському законодавстві немає єдиного підходу до визначення діяльності з управління активами. Окрім цього, у деяких законодавчих актах діяльність з управління активами обмежується лише управлінням активами, що належать інституційним інвесторам, перелік яких чітко визначений. Отже виходить, що за Законом "Про державне регулювання ринку цінних паперів" [114] та "Про цінні папери та фондовий ринок" [126] управління активами, наприклад, відкритого пайового інвестиційного фонду, інвестори якого є власниками його активів, не вважається діяльністю з професійного управління активами, оскільки інституційному інвестору (пайовому інвестиційному фонду) не належать дані активи. На нашу думку, цілком доцільним було б визначення діяльності з управління активами як *професійної діяльності учасника фондового ринку – КУА, що провадиться нею за винагороду від власного імені або на підставі відповідного договору про управління активами, які належать інституційним інвесторам, інвесторам інвестиційних та учасникам пенсійних фондів на праві власності.*

Другим важливим моментом, що потребує додаткового узгодження є використання у вітчизняному законодавстві терміну «діяльність зі спільного інвестування». В Законі «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [126] немає визначення поняття "управління активами ІСІ". Стаття 3 цього Закону оперує поняттям "діяльність із спільного інвестування" – діяльність, яка провадиться в інтересах і за рахунок учасників (акціонерів) ІСІ шляхом емісії цінних паперів ІСІ з метою отримання прибутку від вкладення коштів, залучених від їх розміщення у цінні папери інших емітентів, корпоративні права, нерухомість та інші активи, дозволені законами України та нормативно-правовими актами ДКЦПФР. Як відомо, спільне інвестування в Україні було запроваджене Указом Президента "Про інвестиційні фонди та інвестиційні

компанії" від 19.02.1994 р, у якому спільне інвестування визначалося як діяльність, яка здійснюється в інтересах і за рахунок засновників та учасників інвестиційного фонду шляхом випуску інвестиційних сертифікатів та проведення комерційної діяльності з цінними паперами.

З аналізу законодавства України, що регламентує діяльність фондового ринку, вбачається, що діяльність зі спільного інвестування є складовою діяльності з управління активами інституційних інвесторів, проте конкретного узгодження діяльності зі спільного інвестування та діяльності з управління активами вітчизняне законодавство не містить. Світовий досвід інвестиційної діяльності свідчить, що її мета не завжди пов'язана з одержанням прибутку [88]. Окрім цього у розвинутих країнах законодавче регулювання управління активами та спільного інвестування як правило здійснюється одним законом. Зважаючи на це, ми вважаємо за доцільне провести кодифікацію законів про фінансові послуги з метою узгодження термінології, спрощення державного регулювання та підвищення прозорості вітчизняного ринку фінансових послуг.

Як показало проведене нами дослідження, для позначення діяльності ІСІ на фондовому ринку на законодавчому та підзаконному рівнях продовжують використовувати різні терміни: "діяльність зі спільного інвестування", "діяльність з управління активами інституційних інвесторів", "діяльність з управління активами", що призводить до виникнення цілого ряду неузгоджених питань. Крім того, норми законодавства, в яких вживаються ці поняття, не містять чітких критеріїв їх співвідношення. Нечіткість термінології ускладнює розуміння певних категорій та процесів навіть на професійному рівні, що призводить до подвійного тлумачення і ускладнює правозастосовну діяльність.

У зв'язку з цим особливого значення набуває формування уніфікованого підходу до визначення професійної діяльності на фондовому ринку. Доцільно чітко визначити кожен вид професійної діяльності на фондовому ринку і закріпити його на законодавчому рівні, а в інших

підзаконних нормативних актах роботи посилання на відповідний закон або його структурний елемент.

Розглянувши найпоширеніші моделі фондових ринків та проаналізувавши вітчизняну модель можна зробити наступні висновки:

1) в сфері державного інституційного та інфраструктурного регулювання ринку цінних паперів:

- необхідно змінити структуру державного регулювання фондового ринку України, залишивши два органи з розмежуванням функцій контролю за ознакою банки-небанківські фінансові установи;
- для активізації розвитку ринку цінних паперів України слід усунути універсальні комерційні банки від посередництва на первинному ринку. Дані функції слід покласти або на інвестиційні банки, або на спеціалізовані небанківські фінансові посередники;
- систему організаторів торгів необхідно реформувати шляхом їх укрупнення та спеціалізації;
- необхідно створити єдину національну розрахунково-клірингову систему (оператор – Національний депозитарій) або дві спеціалізовані (оператори – НБУ та НДУ, з розмежуванням банки-небанківські фінансові установи).

Реалізація даних заходів дозволить усунути найбільш суттєві інституційні диспропорції у моделі фондового ринку України, та сприятимуть активізації розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Спеціалізація організаторів торгів дозволить зосередити в окремих центрах торгівлю окремими видами цінних паперів, що підвищить адекватність біржових індексів та зробить їх реальними індикаторами економічного розвитку країни. Поява вузькоспеціалізованих інвестиційних банків стане потужним стимулом розвитку ринку цінних паперів підвищивши довіру населення до такого виду заощадження.

2) В сфері нормативно-правового регулювання:

- необхідно сформувати уніфікований підхід до визначення професійної діяльності на фондовому ринку. Доцільно чітко визначити кожен вид професійної діяльності на фондовому ринку і закріпити його на законодавчому рівні, а в інших підзаконних нормативних актах робити посилання на відповідний закон або його структурний елемент;
- з огляду на зростаючу динаміку розвитку вітчизняного фондового ринку, актуальною є необхідність розробки Кодексу законів України про фінансові послуги. Адже з погляду світового досвіду український ринок фінансових послуг - відносно молода сфера економіки, законодавче регулювання якої вимагає уніфікованого підходу до визначення тих чи інших понять для швидкого та ефективного розвитку сфери фінансових послуг та ринку спільного інвестування зокрема.

Для підвищення ефективності запропонованих кроків по реорганізації вітчизняного фондового ринку та з метою активізації розвитку ринку спільного інвестування необхідно забезпечити прозорість діяльності на ринку цінних паперів, ефективний захист прав суб'єктів операцій з цінними паперами та підвищення інформованості українських домогосподарств про можливості заощадження за допомогою інструментів фондового ринку. Дані питання будуть детальніше нами розглянуто у наступному підрозділі дисертаційної роботи.



3.4. Розвиток науково-методичних підходів до формування політики транспарентності як обов'язкової складової маркетингової політики інститутів спільного інвестування.

За останні декілька років на фінансових ринках України спостерігалися суттєвий приріст кількісних параметрів та вдосконалення якісних показників інституцій, представлених в різних фінансових секторах. Вагомими

імпульсами, що сприяли розвитку фінансових ринків, були високі темпи зростання ВВП, а також суттєве зростання доходів населення впродовж останніх декількох років, що забезпечило різке зростання споживчого кредитування та підвищення попиту населення на фінансові послуги.

Між тим, в цілому фінансові ринки потребують подальшого реформування та удосконалення механізмів функціонування, оскільки неефективно справляються з основними функціями, покладеними на них. Основною функцією фінансового ринку є ефективне забезпечення перерозподілу інвестиційних ресурсів між різними секторами економіки. В світовій практиці перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється переважно через фондовий ринок. Український фондовий ринок, незважаючи на рекордні показники доходності у 2007 р., в цілому відіграє незначну роль в питанні акумулювання коштів на фінансових ринках та трансформації їх в інвестиційні ресурси для реального сектору економіки, через фактичну монополізацію банківським сектором функції перетворення заощаджень на інвестиції.

Отже можна констатувати, що на сучасному етапі розвитку фондового ринку України, вітчизняні **інститути спільного інвестування не в повну силу реалізують функцію залучення надлишкових коштів населення та трансформації їх в інвестиційні ресурси, що можуть бути використані для фінансування реального сектору економіки.**

2007 р. виявився надзвичайно сприятливим для розвитку інститутів спільного інвестування (ІСІ), що значною мірою було обумовлено надзвичайно високими показниками зростання вітчизняного фондового ринку. При цьому динаміка розвитку інфраструктури ринку ІСІ значно перевищувала динаміку залучення інвесторів. Протягом 2007 р. вартість активів, якими управляють компанії з управління активами (КУА), зросла більш ніж удвічі й на кінець року склала 5,66 % від ВВП України (40,8 млрд грн.). Незважаючи на вплив світової фінансової кризи, інститути спільного інвестування продемонстрували вражаючу динаміку росту у 2009-2010 рр. (табл. 3.9).

Окремі показники діяльності ІСІ України за 2006-2010 рр. (на кінець періоду) (складено автором на основі [3-6])

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

Попри високі відносні показники зростання ринку ІСІ, окремі абсолютні показники залишаються на незадовільному рівні – зокрема, послугами ІСІ в Україні користуються менше 1% населення [5]. До позитивних тенденцій, які прослідковуються на ринку, слід віднести зростання загального рівня інвестиційної культури населення (значною мірою зумовлене високою доходністю інвестицій в ІСІ протягом 2006-2007, 2009 рр.) та загострення конкуренції і, як наслідок, підвищення загального рівня сервісу, розширення асортименту, зростання загальної кількості публічних ІСІ, орієнтованих на роботу з фізичними особами.

Проте не можна не відзначити існування факторів, що створюють суттєві перешкоди для активного подальшого розвитку ринку спільного інвестування в Україні.

З огляду на обрану в Україні модель розвитку фінансового сектору, варто відзначити домінування банківського сектору на вітчизняному ринку заощаджень. Так, майже 96% активів вітчизняного фінансового сектору належать саме комерційним банкам. Низька диверсифікованість сегменту небанківських фінансових установ (НФУ) звужує перелік форм утримання заощаджень для переважної більшості українців до банківських депозитів, валюти та нерухомості. Така обмеженість у виборі обумовлює низьку зацікавленість домогосподарств у більш складних фінансових продуктах (акціях, облігаціях, інвестиційних сертифікатах тощо).

Аналіз рівня споживання українцями фінансових послуг виявив наступні результати (рис. 3.9).

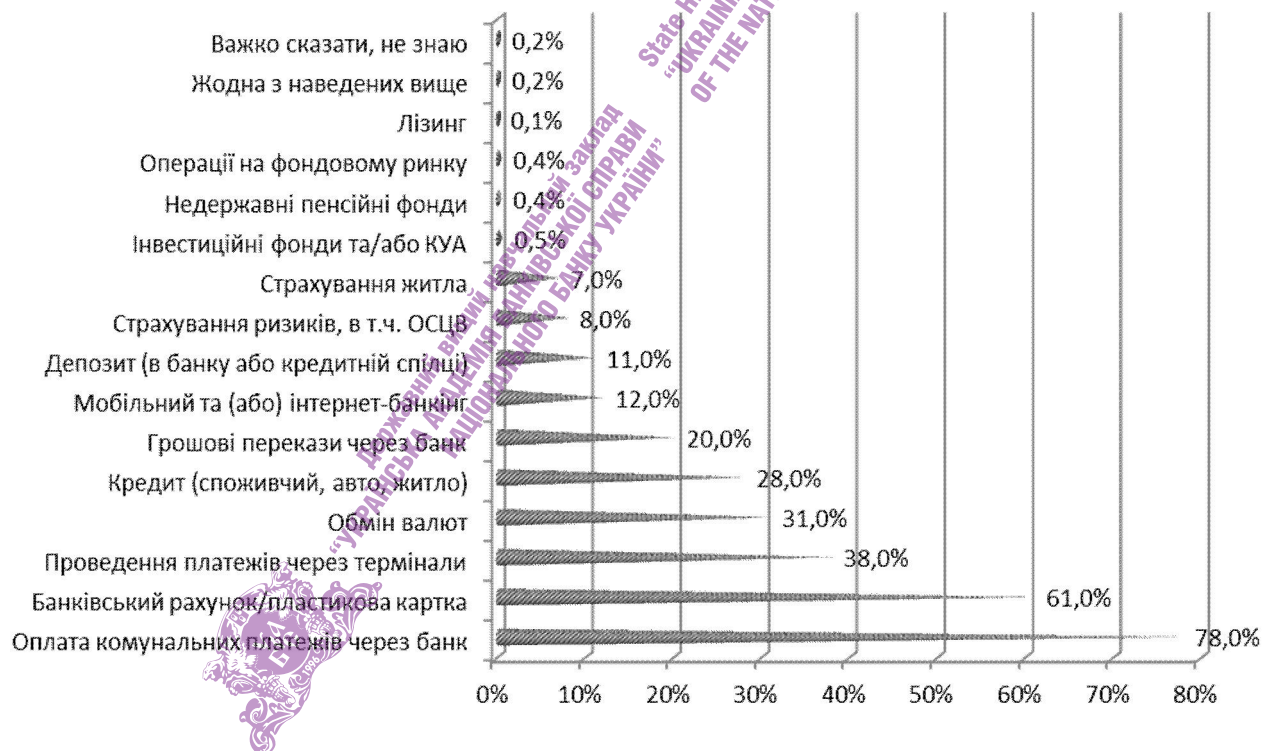


Рис. 3.9 – Рівень споживання населенням України окремих видів фінансових послуг [11]

Як бачимо, серед населення найбільш популярними є фінансові послуги, що нав'язані їм організаціями, які забезпечують окремі сторони побутового життя. Так, наприклад більшість комунальних послуг ніде, окрім банків оплатити не можна, оскільки в установах, які надають відповідні

послуги просто відсутні каси для приймання платежів. Що стосується використання пластикових карток, то переважна більшість підприємств заробітну плату виплачують саме на платикові картки, чим і обумовлений такий високий результат (61% населення користується банківськими дебетними або кредитними картками).

Загалом, варто відзначити, що послуги, що надаються небанківськими фінансовими установами користуються занадто низькою популярністю серед населення. Серед них найбільш популярними є страхування житла (7%) та страхування ризиків, в тому числі і обов'язкове страхування цивільної відповідальності (8%). Усіма іншими фінансовими послугами небанківських фінансових установ користується менше одного відсотка вітчизняних домогосподарств.

Як видно із рис. 3.9 послугами ІСІ користується лише 0,5% населення, що є надзвичайно низьким показником. Головними причинами відсутності інтересу вітчизняних домогосподарств до ринку спільного інвестування є наступні:

- відносно низький рівень доходів населення;
- незначні обсяги залучення ІСІ інвестиційних коштів, які становлять лише 14.5% від коштів, акумульованих банківською системою;
- домінування серед ІСІ псевдо венчурних інститутів;
- низький рівень довіри до ІСІ з боку потенційних учасників та інвесторів; відсутність ефективної та прозорої системи оцінки діяльності;
- дефіцит привабливих для інвестування фінансових інструментів та відсутність реальних механізмів інвестування коштів в іноземні цінні папери;
- дискримінаційний (у порівнянні з вкладниками банківських установ) порядок оподаткування доходів власників цінних паперів ІСІ.

Проаналізуємо дані причини детальніше.

Серед країн Центральної та Східної Європи Україна характеризується найнижчим показником ВВП на душу населення (рис. 3.10). Окрім цього існує низка факторів, що обумовлює низький рівень добробуту відчизняних домогосподарств, серед яких окремо варто відзначити низький рівень зайнятості населення, низьку питому вагу заробітної плати в структурі доходів населення, високу імпортозалежність в сфері виробництва споживчих товарів, та високий рівень інфляції. Усе це обумовлює зниження реальних доходів населення, і, як наслідок, зниження частки доходу, що спрямовується на заощадження.

Домінуючий розвиток банківської системи та низька схильність до заощадження є основною причиною слабкого розвитку сегменту інститутів спільного інвестування на інвестиційному ринку.

В структурі ІСІ, на сьогодні, переважає частину як за кількістю, так і за сукупною вартістю активів, складають венчурні інвестиційні фонди. Проте не зважаючи на свою назву, реального інноваційного інвестування вони не здійснюють, оскільки операції вітчизняних венчурних ІСІ з акціями на позабіржовому ринку скоріше спрямовані на утримання контролю над певними емітентами в інтересах окремих бізнес-груп, а активне використання векселів може свідчити про реалізацію схем мінімізації податкового навантаження векселедавців.

Низький рівень довіри потенційних інвесторів до ІСІ обумовлений багатьма факторами, серед яких, на нашу думку, основними є: непрозорість діяльності ІСІ; страх перед фінансовими махінаціями; низька схильність до ризику; домінування цілі збереження вартості при здійсненні заощадження, при чому визначальним є можливість безперешкодного повернення вкладених коштів, у цьому контексті на користь банківських депозитів грає наявність Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Усе вищезазначене в комплексі свідчить про необхідність вдосконалення маркетингової політики інститутів спільного інвестування.

На нашу думку, маркетинг фінансових послуг в сфері спільного інвестування можна розглядати з двох точок зору:

- по-перше – як систему управління фондом фінансових ресурсів через купівлю фінансових активів (грошей, дорогоцінних металів, цінних паперів тощо);
- по-друге – як системний підхід до управління заощадженнями інвесторами пайових та корпоративних інвестиційних фондів.

При цьому варто зважати на специфіку ринку, на якому функціонують ІСІ. Зазначені нами у підрозділі 2.1. дисертаційної роботи функціональні обмеження суттєво впливають і на можливість реалізації маркетингової політики.

Що стосується першого підходу, то основною метою інституту спільного інвестування, чи компанії з управління активами, яка здійснює управлінські дії щодо реалізації функцій інвестиційного фонду, є правильний вибір інструментів інвестування коштів фонду та ефективне управління його структурою протягом життєвого циклу інвестиційного портфелю інституту спільного інвестування.

Загалом, на наш погляд, система фінансового маркетингу інституту спільного інвестування має складатися з таких елементів:

1. аналіз попиту на послуги спільного інвестування:
 - аналіз потреб домогосподарств у заощадженні;
 - аналіз потреб суб'єктів господарювання у вкладенні тимчасово вільних коштів;
2. комплексний аналіз ринку фінансових послуг:
 - аналіз загальної економічної ситуації, виявлення потенційних інвестиційних можливостей;
 - виявлення місткості ринку, можливостей розширення асортименту фінансових активів та послуг;
3. формування плану фінансового маркетингу на основі результатів попереднього аналізу:

- планування життєвого циклу інвестиційного портфелю інституту спільного інвестування;
 - формування рекламного плану інституту спільного інвестування;
4. втілення запланованих маркетингових заходів:
- організація та проведення рекламної кампанії компанією з управління активами;
 - організація діяльності центрів по роботі з клієнтами;
5. аналіз результатів реалізації маркетингового комплексу:
- виявлення допущених помилок та прорахунків;
 - розробка комплексу запобіжних заходів для уникнення подібних помилок та прорахунків у майбутньому.

Варто зазначити, що в теорії фінансового маркетингу виділяють такі типи попиту на фінансові активи: [29, 39, 63]

1. Імпульсний – попит, при якому інвестор – покупець фінансової послуги, який визначився з вибором продавця потрібної йому послуги, раптом під впливом певних факторів (думки знайомих, родичів, реклами чи антиреклами тощо) змінює власний вибір. Даний вид попиту найбільше характерний для непрофесіоналів при виборі цінних паперів для інвестування.
2. Альтернативний – це попит, що формується в результаті вибору, який ґрунтується на аналізі інвестором власних фінансових можливостей, рівня ризику, очікуваної доходності та строків інвестування;
3. Фіксований – це стійкий попит на певні фінансові активи, які по-перше достатньо легко придбати, по-друге вони несуть мінімум ризику для інвестора та не приносять високої доходності.

Для інституту спільного інвестування при аналізі попиту на фінансові послуги важливо сегментувати попит також і за рівнем задоволеності потреб інвесторів. З цієї точки зору виділяють такі типи попиту:

- задоволений попит;
- незадоволений попит;
- попит, що знаходиться в процесі формування.

Як ми вже зазначали, питома вага небанківських фінансових установ у сукупній вартості активів фінансового сектору України є досить невеликою, що підтверджує той факт, що станом на 01.01.2010 р. активи ІСІ склали 82540,93 млн. грн., в той час як активи комерційних банків – 880302 млн. грн. [6]. Це означає, що для того, щоб захопити більш менш суттєву частку ринку заощаджень, вітчизняним ІСІ доведеться більше уваги приділяти потребам потенційних споживачів фінансових послуг. Таким чином для інститутів спільного інвестування найбільший інтерес представляє незадоволений попит на фінансові послуги та той попит, що знаходиться у стадії формування. Споживачів, що формують дані два типи попиту, найлегше та найдешевше схилити на свій бік, та отримати в результаті більшу частку ринку.

Орієнтація на вищезазначений попит та відповідних споживачів, при формуванні та реалізації маркетингової політики ІСІ дозволить максимально точно враховувати та задовольняти потреби інвесторів інститутів спільного інвестування у заощадженні або інвестуванні, що призведе до зростання частки інституту спільного інвестування у сукупному задоволеному попиті.

Традиційно при формуванні комплексу маркетингу фінансових послуг комерційного банку чи іншого фінансового посередника як правило використовується підхід, що базується на життєвому циклі конкретної послуги чи продукту [73]. Проте, стосовно інститутів спільного інвестування, такий підхід не буде виправданий, оскільки інститут спільного інвестування для інвесторів продає лише один товар – власні цінні папери, які мають забезпечити потребу покупця у заощадженні. А розраховувати життєвий цикл для цінного паперу фонду це все одно, що планувати життєвий цикл для самого фонду. Життєвий цикл інституту спільного інвестування буде відрізнятися в залежності від типу фонду. Систематизовано відмінності у

життєвих циклах інститутів спільного інвестування представлені у таблиці 3.10.

Таблиця 3.10

Основні параметри життєвих циклів різних видів інвестиційних фондів
(складено автором)

Тип фонду	Середня тривалість життєвого циклу	Характеристика
Відкритий, інтервальний безстроковий	Не визначена	Безстроковий інвестиційний фонд створений на постійній основі та проводить діяльність по продажу-викупу власних цінних паперів постійно (відкриті фонди) або протягом визначеного періоду (інтервальні), це означає, що весь комплекс фінансового маркетингу має застосовуватися ним постійно. Сплески активності інвесторів слід очікувати у періоди, що збігаються із середньою тривалістю банківських депозитів та у періоди викупу цінних паперів інтервальним фондом
Відкритий, інтервальний строковий	Визначений проспектом емісії цінних паперів	Створений для реалізації конкретних завдань, тому і має конкретний розрахований строк життя. Тривалість в середньому складає 3-5 років, відкриваються як правило орієнтуючись на сплески економічної активності в країні. Наприклад у 2007 році активно відкривалися строкові фонди, строк діяльності яких закінчується у 2012 році, орієнтовані на сплеск економічної активності під час проведення чемпіонату Європи із футболу в Україні та Польщі
Закритий	5-7 років	Строк діяльності даного типу фонду завжди визначений. Завдяки викупу власних цінних паперів лише у кінці строку діяльності може проводити інвестиційну політику не враховуючи кон'юнктуру на ринку заощаджень

На думку багатьох науковців [64, 84,87, 154,178, 179], домінантний розвиток інвестиційних фондів можливий лише за високої економічної свідомості економічних агентів, в першу чергу населення. В Україні, поки що, нажаль, економічна свідомість населення знаходиться на досить низькому рівні, що обумовлено наступними проблемами:

- відсутність системи захисту прав споживачів фінансових послуг;

- відсутність централізованого державного органу із захисту прав споживачів фінансових послуг;
- відсутній фінансовий омбудсмен, тобто уповноважений з захисту прав споживачів фінансових послуг;
- відсутні недержавні організації, що мали б захищати споживачів фінансових послуг;
- відсутня державна програма підтримки належного рівня фінансової грамотності серед населення, зокрема, не існує навіть офіційної, затвердженої шкільної програми, котра мала б навчити молодь основним фінансовим аспектам ринкової економіки.

На жаль, відсутність фінансової обізнаності та системи захисту прав споживачів фінансових послуг в Україні супроводжується нарощуванням обсягів заборгованості фізичних осіб за отриманими кредитами.

У 2008 році в Україні відношення заборгованості домогосподарств до ВВП знаходилося на рівні близько 30%, у 2009 році – 26,4% [11, 25], що помітно перевищує відповідні значення у сусідніх країнах, зокрема Польщі, Росії, Румунії та Білорусі. При цьому, на думку вітчизняних аналітиків [11, 12], лівова частка цього боргу припадає на середній клас найбільших міст України. Більш того, цілком очевидно, що ті українці, які брали іпотечні кредити у період 2006-2008 років у валюті та з плаваючими ставками, наражали себе на фінансові ризики, яких вони не повністю розуміли.

Загалом українці демонструють дуже низький рівень довіри до фінансових установ. Згідно проведеного у 2010 році дослідження громадської думки щодо пенсійної реформи [12], лише 15% респондентів довіряють приватним банкам, 11% – страховим компаніям, 6% – інвестиційним фондам и 5% – недержавним пенсійним фондам. Лише Пенсійний фонд України отримав прохідний бал понад 50% за показником довіри населення до фінансових установ.

Згідно досліджень United States Agency of International Development [189] понад 60% українців вважають себе фінансово грамотними (22% – «добре» чи «відмінно»; 41% – «задовільно»).

Проблема поганого володіння фінансовою математикою навіть на рівні простих питань стократно посилюється загально низьким рівнем знань про фінанси взагалі та про юридичні права та обов'язки споживачів фінансових послуг. Наприклад, лише 7% населення знає розмір максимально гарантованої державою суми вкладу в банківських установах, і лише 3% могли дати визначення, що таке є «плаваюча ставка відсотку». Більш оптимістичним було те, що 39% опитуваних розуміли різницю між кредитною та дебетною карткою, а 40% змогли розрізнити акцію від облігації. Загалом, лише 2% респондентів змогли дати правильні відповіді на 10 або більше запитань з 15, що стосувалися фінансової обізнаності та прав споживачів.

Населення користується дуже обмеженим переліком фінансових послуг, серед яких чільне місце належить комунальним платежам, банківським рахункам (пластиковим карткам) та користуванню банкоматом. Близько 13% українців здійснюють заощадження, використовуючи фінансові інструменти. З тих споживачів, хто не використовує фінансові інструменти, 14% пояснюють це недовірою до фінансових установ (в Росії відповідне значення становить 9%). Близько 7% українців мають поліс страхування життя, а 21% не купують страховий поліс, тому що не вірять, що страхова компанія виплатить кошти спадкоємцям в разі їх смерті (у Росії ці показники становлять, відповідно, 11% та 21%).

Також важливим фактором низького рівня користування населенням фінансовими послугами є незадоволеність результатами співпраці з фінансовими установами, так, зокрема, 25% споживачів мали негативний досвід користування фінансовими послугами, при цьому найбільше проблем виникало при користуванні такими послугами як банківський депозит,

споживчий кредит та банківська кредитна картка (29%, 28% та 23% від загальної кількості негативних випадків, відповідно).

Вітчизняні домогосподарства однією з ключових проблем використання фінансових послуг вважають власну незахищеність у випадку виникнення конфліктної ситуації з фінансовою установою. Досить незначна частка споживачів вважає, що у випадку виникнення непорозуміння між споживачем та фінансовою установою, конфліктна ситуація буде вирішена на користь першого.

Вищезазначені проблеми споживання фінансових послуг в Україні в контексті активізації розвитку ринку спільного інвестування обумовлюють необхідність аналізу основних причин, що спонукають вітчизняні домогосподарства до заощадження (таблиця 3.11).

Таблиця 3.11

Дані щодо основних факторів, що спонукають населення України до заощадження станом на 01.10.2010 р. [11]

Причина заощадження	Частка домогосподарств
Покриття майбутніх ризиків (так званий чорний день)	58%
Зростання майбутнього рівня життя	25%
Підвищення власної фінансової незалежності	17%
Накопичення спадщини дітям	9%
Сімейні традиції, особливості характеру	9%
Отримання доходу (відсотків або зростання вартості)	4%
Підвищення майбутнього пенсійного забезпечення	3%
Спекуляції на фондовій біржі	0,1%

Аналіз причин заощаджень українських домогосподарств дає надію на зростання популярності інститутів спільного інвестування, оскільки характер фінансових послуг, що пропонується ними, відповідає усім зазначеним у

табл. 3.11 факторам, крім першого. Для домогосподарств в плані забезпечення покриття майбутніх ризиків визначним фактором буде збереження вартості та висока ліквідність їх заощаджень, чого нажаль інститути спільного інвестування в повній мірі забезпечити не можуть, з огляду на специфіку своєї діяльності та українське законодавство.

Формуючи систему інформаційної взаємодії інституту спільного інвестування зі своїми клієнтами, варто звернути увагу на те, яка саме фінансова інформація цікавить в першу чергу споживачів фінансових послуг (табл. 3.12).

Таблиця 3.12

Зміни на фінансових ринках, що відстежуються домогосподарствами України у 2010 р. [11]

Вид інформації	Відсоток людей, що слідкують за даною інформацією
Рівень інфляції	20%
Розміри пенсій та пільг	10%
Зміни на ринку нерухомості	10%
Відсоткові ставки за кредитами	5%
Відсоткові ставки за депозитами	4%
Коливання ціни на нафту, золото, метали	2%
Курси валют	2%
Котирування та індекси на ринку капіталів	1%

У публічній звітності вітчизняних інститутів спільного інвестування, як правило, результати їх діяльності порівнюються з динамікою фондових індексів. Проте, як видно із табл. 3.12 лише 1% населення цікавиться фондовими індексами, а отже і сприйняття результатів діяльності ІСІ у порівнянні з ними буде досить низьким. Натомість досить ефективним буде співставлення результатів діяльності ІСІ із рівнем інфляції та темпами росту цін на нерухомість. Варто зазначити, що інформацію про ключові індикатори фінансового ринку вітчизняні споживачі отримують переважно із таких

джерел як газети, журнали, фінансові передачі на телебаченні (67%), друзі та знайомі (19%) та спеціалізовані інтернет-ресурси (17%).

Зважаючи на вищезазначене, можемо зробити висновок, що ефективна маркетингова політика інституту спільного інвестування має ґрунтуватися на принципах, що зображені на рис. 3.10.



Рис. 3.10. Принципи ефективної маркетингової політики інституту спільного інвестування (складено автором)

Варто зазначити, що в умовах вітчизняного фондового ринку ключовою передумовою реалізації визначених на рис. 3.10 принципів маркетингової політики ІСІ буде проведення ефективної політики транспарентності ІСІ.

При цьому слід зауважити, що комплекс проблем, які стоять перед ІСІ на шляху ефективного розвитку є достатньо широким, тому реалізація політики транспарентності ринку спільного інвестування буде ефективною, лише в разі її реалізації як на рівні компаній з управління активами та інститутів спільного інвестування, так і на рівні органів державної влади та саморегулювальних організацій.

Структурно-логічна схема реалізації основних завдань політики прозорості ринку спільного інвестування в контексті запропонованої автором моделі державного регулювання фондового ринку на макро- та мікрорівні представлена на рис. 3.11.

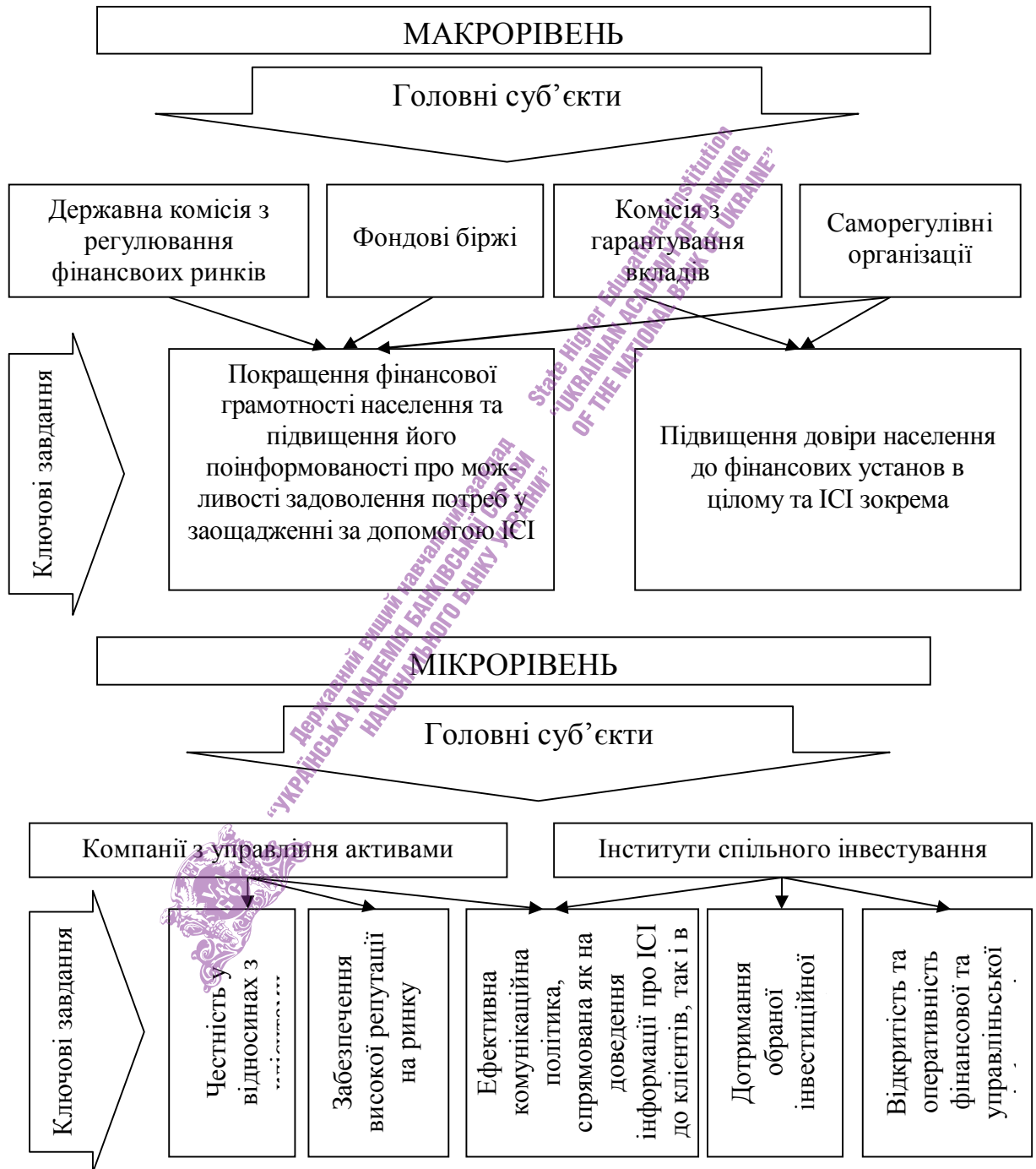


Рис. 3.11. Структурно-логічна схема реалізації ключових завдань політики прозорості ринку спільного інвестування на макро- та мікрорівні (складено автором)

Таким чином, на нашу думку, реалізація політики прозорості на визначених рівнях та згідно поставлених ключових завдань сприятиме вирішенню основних проблем, що перешкоджають активному розвитку інститутів спільного інвестування в Україні. Що стосується конкретних інструментів, які можуть бути застосовані для вирішення завдань політики прозорості, то такими можуть бути:

- формування та оприлюднення саморегулювними організаціями рейтингу КУА та ІСІ за рівнем відкритості інформації (в основу формування такого рейтингу варто покласти методику формування рейтингу прозорості Standard and Poor's);
- формування рейтингу дотримання індикативних показників комісією з гарантування вкладів інвесторів ІСІ (такими показниками можуть бути середній рівень волатильності, коефіцієнт Шарпа, галузева диверсифікація портфелів цінних паперів, рівень адекватності ресурсної бази, поточна ефективність закриття інвестиційної позиції);
- організація курсів, семінарів, публічних лекцій Державною комісією з регулювання фінансового ринку та саморегулювними організаціями з метою детального роз'яснення проблем та переваг заощадження за допомогою фондових інструментів;
- підвищення оперативності оприлюднення інформації інститутами спільного інвестування;
- підвищення деталізації інформації, що розкривається як інститутами спільного інвестування (фінансові показники, структура портфеля, інвестиційні цілі тощо), так і компаніями з управління активами (власники, бенефіціари, склад та кваліфікація інвестиційних менеджерів тощо);
- реальне врахування у подальшій діяльності зауважень клієнтів ІСІ.

При цьому варто зазначити, що цільове спрямування політики прозорості має відбуватися у напрямках чотирьох основних цільових

аудиторій: фізичних та юридичних осіб учасників пайових та корпоративних інвестиційних фондів та фізичних і юридичних осіб засновників корпоративних інвестиційних фондів (рис. 3.12).

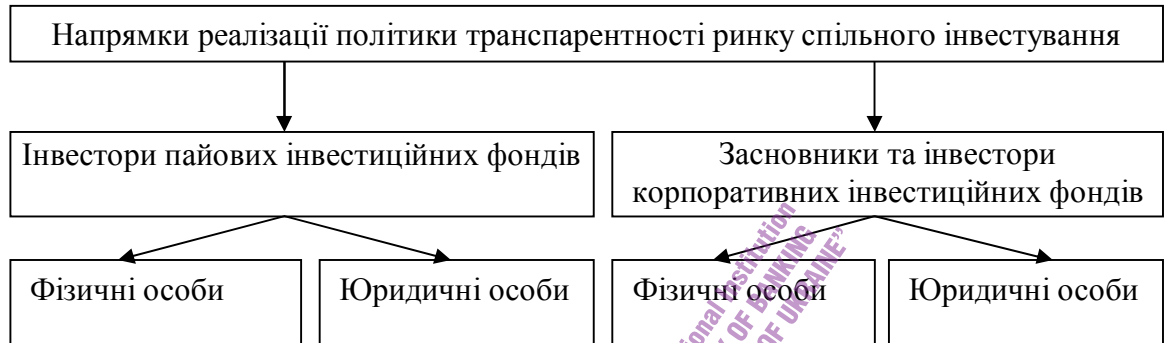


Рис. 3.12. Напрямки реалізації політики прозорості ІСІ за цільовими аудиторіями

Реалізація запропонованих заходів, на нашу думку, сприятиме популяризації ІСІ серед фізичних осіб, що призведе до розширення інвестиційних можливостей вітчизняних інвестиційних фондів на ринку спільного інвестування.

Висновки до розділу 3

1. 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
2. Автором обгрунтовано, 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 трикомпонентного показника, що базується на коефіцієнтах сек'юритизації галузі.

3. 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

4. Це пропонується здійснювати шляхом:

– 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;

– 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.

5. Автором розроблено пропозиції щодо впорядкування нормативно-правового забезпечення державного регулювання діяльності ІСІ, обумовлені змінами в моделі організації вітчизняного фондового ринку.
6. 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. 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.
7. 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 саморегулювну організацію); 2) підвищення довіри населення до фінансових установ в цілому та ІСІ зокрема, що, на думку автора, стане результатом створення та ефективної 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).

Основні результати, викладені у даному розділі, опубліковано автором у роботах [159, 160, 162, 164, 167, 171, 172]



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; невпорядкованість 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.



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВЬСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Систематизація наукових поглядів на сутність цінних паперів

Таблиця А1

Систематизація наукових поглядів на сутність цінних паперів

(складено автором)

<i>Автор, джерело</i>	<i>Визначення</i>
Цінні папери як альтернатива грошам	
І.П. Моїсеєнко [92]	Грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка випустила ці документи, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що випливають з цих документів, іншим особам
Беляєв О.О. [42]	Цінні папери з точки зору безпосередньої характеристики акціонерного капіталу — це свідоцтва про участь у капіталі АТ, основними серед яких є акції та облігації
Колесник В.В. [36]	У широкому розумінні це грошові документи, які свідчать про певні взаємні права та обов'язки між емітентом та інвестором
Кравченко Ю.Я. [52]	Цінні папери - це документи встановленої форми із відповідними реквізитами, які посвідчують грошові та/або інші майнові права, визначають взаємні відносини особи, що їх розмістила, та власника і передбачають виконання зобов'язань згідно умов їх розміщення та можливість передачі прав, які випливають із даних документів, іншим особам.
А. Н. Буренін [18]	Грошовий документ, що посвідчує відносини співвласності або позики між його власником та емітентом.
Мендрул О.Г., Шевчук І.А. [81]	Цінні папери - ті документи, котрі відокремилися від угоди щодо купівлі-продажу позик або часток підприємств і почали самостійне життя, виконуючи при цьому деякі функції грошей та набуваючи цілком нових властивостей.
Цінні папери як фіктивний капітал	
К. Маркс [52]	Свідоцтво володіння реальним капіталом, який належить певній компанії, та свідоцтво на отримання доданої вартості, що приноситься цим капіталом.

Я.М. Міркін [85]	Відокремлені від своєї основи права на ресурси, які мають матеріальну форму
Агарков М.М. [1]	Необхідний засіб юридичної техніки в галузі організації крупних підприємств, кредиту, платіжного засобу, крупного товарного обороту.
Солонська Л.А. [52]	Це форма існування позикового капіталу, відмінна від його товарної, виробничої та грошової форм, яка може передаватися замість нього самого, обертатися на ринку як товар та приносити дохід.
Л.Н. Іванова, Н.В. Огорелкова [174]	Цінний папір – це сукупність майнових прав на ті або інші матеріальні об'єкти, якої відокремилися від своєї матеріальної основи та отримали власну матеріальну форму.
В.Е.Черкасов [182]	Це документ, який встановлює відносини власності або позики між його власником та особою, що його випустила.
Цінні папери як інвестиційний товар	
В. Шарп, Г. Александер Д. Бейлі [175]	Законодавчо визнане свідчення права на отримання очікуваних у майбутньому доходів за конкретних умов.
Є.В. Михайлова [84]	Форма відображення фінансового інвестування.
В.А. Галанов [2]	Відмінна від товарної, грошової та виробничої форма існування капіталу, яка може передаватися замість нього, обертатися на ринку к товар та приносити дохід.
М.Ю. Алексеев [52]	Документ, який відображає пов'язані з ним майнові права, може самостійно обертатися на ринку та виступати об'єктом купівлі-продажу та інших угод, використовуватися к механізм отримання разового або регулярного доходу
Кілячков А.А., Чаадаєва Л.А. [88]	Це перш за все документ, який є носієм даних про право власника на цінності та повноваження, які в ній закріплені. Відповідно, цінний папір – діловий папір, який юридично підтверджує матеріальні права його власника.
Калина А.В., Корнеєв В.В., Кощеєв А.А. [64]	Спеціальний документ, який має власну вартість, вільно обертається та свідчить про відносини спів власності, позики та похідних від них відносин між тими, хто залучає ресурси, випускаючи цінні папери (емітентами), та тими, хто їх купує (інвесторами).
Берднікова Т.Б. [52]	Цінні папери – це документи установленної форми та реквізитів, які засвідчують майнові права, здійснення або передача яких можливі тільки при їх пред'явленні.

ДОДАТОК Б

Систематизація визначень сутності фінансового ринку та його структури

Таблиця Б1

Визначення фінансового ринку та його структури в науковій літературі

Автор, джерело	Визначення сутності фінансового ринку	Структура фінансового ринку
1	2	3
1. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С., [31]	Сукупність ринкових фінансових інститутів, що скеровують потік коштів від власників заощаджень до позичальників.	Не виділяється
2. Опарін В.М. [92]	Сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності	1. За формою фінансових ресурсів - ринок грошей – ринок короткострокових боргових зобов'язань; - ринок капіталів - ринок фінансових інструментів, що відображають права власності і довгострокових боргових зобов'язань. 2. За організацією торгівлі - кредитний ринок; - ринок цінних паперів
3. Василик О.Д. [28]	Механізм перерозподілу фінансових ресурсів між окремими суб'єктами підприємницької діяльності, державою і населенням, між учасниками бюджетного процесу, деякими міжнародними фінансовими інституціями	1. Валютний ринок 2. Ринок кредитів 3. Ринок цінних паперів 4. Ринок фінансових послуг
4. Мойсеєнко І.П. [87]	Фінансовий ринок капіталу є складовою інвестиційного ринку – у примітивному розумінні це місце зустрічі, де підприємці та фірми, які прагнуть запозичити гроші, зустрічаються з тими у кого вони є вільними.	1. Грошовий ринок; 2. Ринок боргових свідоцтв з терміном погашення менше одного року; 3. Ринок капіталів або ринок цінних паперів (довгострокових цінних паперів та корпоративних акцій).
5. Шелудько В.М. [180]	Система економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею, продажем або випуском та обігом фінансових активів	Структура визначається за суб'єктами. Класифікація: 1. За умовами передачі фінансових ресурсів в користування фінансовий ринок поділяють на ринок позикового і ринок акціонерного капіталу. За терміном обігу фінансових активів, що можуть бути в обігу на ринку, фінансовий ринок поділяють на грошовий ринок та ринок капіталів 2. Залежно від того, чи нові фінансові активи пропонуються для продажу, чи емітовані раніше, фінансовий ринок поділяють на первинний та вторинний. 4. Залежно від місця, де відбувається торгівля фінансовими активами, розрізняють біржовий та позабіржовий ринки. 5. Складові фінансового ринку, як ринок цінних паперів (фондовий ринок), валютний та кредитний ринки.

Продовження табл. Б1

1	2	3
6. Маслова С.О., Опалов О.А. [52]	Ринок на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові інструменти	1. Грошовий ринок - обліковий ринок - частина грошового ринку, де короткострокові грошові ресурси перерозподіляються між кредитними інститутами шляхом купівлі-продажу векселів і цінних паперів з термінами погашення, як правило, до одного року. - міжбанківський ринок - частина фінансового ринку, де тимчасово вільні грошові ресурси кредитних установ залучаються і розміщуються банками між собою переважно у формі міжбанківських депозитів на короткі терміни. 2. Валютний ринок 3. Ринок капіталів - кредитний ринок 4. Ринок цінних паперів
7. Ю. М. Правик [100]	Механізм правових і економічних взаємовідносин між суб'єктами господарської діяльності, яким необхідні кошти для розвитку, і фізичними особами, які можуть їх надати на певних умовах використання і повернення.	1. Ринок грошей (цінні папери зі строком погашення менше одного року); 2. Ринок капіталів (довгострокові цінні папери, корпоративні акції); 3. Первинний ринок (торгівля новими цінними паперами); 4. Вторинний ринок (торгівля цінними паперами, що були випущені раніше і перебувають в обігу); 5. Кредитний ринок (боргові зобов'язання за довгостроковими кредитами).
8. Корнєєв В.В., Глуценко С.В. [65]	Система кругообігу та перерозподілу фінансових активів між поставачальниками та споживачами капіталу за допомогою спеціалізованих посередників на основі попиту і пропозиції на капітал	1. Ринок запозиченого капіталу (кредитний ринок) - ринок грошей; - ринок боргових зобов'язань 2. Ринок залученого капіталу: - ринок акцій - ринок похідних фінансових інструментів 3. Валютний ринок
9. Ходаківська В.П., Беляєв В.В. [153]	Вся система економічних відносин, що виникають між його прямими учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні послуги - фінансові послуги, пов'язані з процесом купівлі-продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки.	1. Грошовий ринок 2. Валютний ринок 3. Ринок капіталу (кредитний) 4. Ринок цінних паперів

Продовження табл. Б1

1	2	3
10. Иванов В.М. [62]	Місце купівлі-продажу фінансових ресурсів та сукупність інститутів, які забезпечують їхній обіг, тобто сукупність соціально-економічних відносин в сфері трансформації без дієвих грошових коштів в позичковий капітал через кредитно-фінансові інститути на основі попиту та пропозиції.	1. Грошовий ринок - обліковий; - міжбанківський ринок; - валютний ринок 2. Ринок капіталів - ринок цінних паперів; - кредитний ринок
11. Іваницька О.М. [58]	Мережа спеціальних (банківсько-фінансових) інститутів, що забезпечує взаємодію попиту і пропозиції на гроші як специфічний товар, їхнє взаємне врівноваження.	1. Грошовий ринок - обліковий; - міжбанківський ринок; - валютний ринок 2. Ринок капіталів - ринок цінних паперів; - кредитний ринок 3. Строкові ринки – фінансові ринки, які дозволяють клієнтам зменшити або хеджувати ризики.
12. Бланк І.А. [16]	Ринок на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти та фінансові послуги	1. За видами фінансових активів - кредитний ринок; - ринок цінних паперів; - валютний ринок; - страховий ринок; - ринок золота 2. За періодом обігу фінансових активів - ринок грошей; - ринок капіталу
13. Ковалев В.В. [66]	Організована або неформальна система торгівлі фінансовими активами та інструментами.	1. Ринок грошових коштів 2. Ринок капіталу - ринок цінних паперів; - кредитний ринок 3. Валютний ринок 4. Ринок золота



ДОДАТОК В

Структура торгів цінними паперами на організаторах торгівлі України за 2009 р. в розрізі видів цінних паперів

Таблиця В1

Структура торгів цінними паперами на організаторах торгівлі України за 2009 р. в розрізі видів цінних паперів, млн. грн.

Організатор торгівлі	Первинний ринок			Обсяг торгів на первинному ринку	Вторинний ринок						Обсяг торгів на вторинному ринку	Загальний обсяг торгів на організаторах торгівлі
	Акції	Облігації підприємств	Деривативи		Акції	Облігації підприємств	ОВДП	Облігації місцевих позик	Інвестиційні сертифікати	Деривативи		
УФБ	2.58	5.00	0.49	8.07	14.93	13.80	0.00	0.00	0.65	53.04	82.42	90.49
КМФБ	0.00	0.00	0.00	0.00	1168.95	9.92	0.00	0.00	1.83	0.00	1180.70	1180.70
Іннекс	0.00	0.00	0.01	0.01	72.68	13.62	0.00	0.00	0.05	0.00	86.35	86.36
ПФБ	0.00	0.00	0.00	0.00	206.12	2.63	0.00	0.00	3.44	0.00	212.19	212.19
УМВБ	0.00	35.00	3.95	38.95	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	62.92	62.93	101.88
УМФБ	0.00	296.42	0.00	296.42	176.24	57.13	0.00	0.00	0.19	0.00	233.56	529.98
СЕФБ	0.00	0.00	0.00	0.00	57.41	47.37	0.00	0.00	82.97	0.00	187.75	187.75
ПФТС	0.00	2.50	0.00	3.10	10096.84	14771.96	8549.20	455.85	114.95	0.00	33988.80	33991.90
ПТІС	0.00	0.00	0.00	0.00	4.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.02	4.02
Перспектива	17.23	1355.87	0.00	1373.10	0.78	0.55	0.00	0.00	0.07	0.00	1.40	1374.50
Усього	19.81	1694.79	4.45	1719.65	11797.98	14916.98	8549.20	455.85	204.15	115.96	36040.12	37759.77

ДОДАТОК Д

Довідки про практичне впровадження результатів дисертаційного дослідження



10/5а, вул. Сагайдачного/Ігорівська, м. Київ, 04070, Україна
 тел. (044) 428-76-28, 428-76-68, e-mail: init@dobrobut.com
 Р/р № 265095746 в ВАТ «Український професійний банк»
 МФО 300205, Код ЄДРПОУ 33097725

№ 97-07 від 05.10.10

на № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
 Української академії банківської справи
 Національного банку України
 д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
 Циганюка Дмитра Леонідовича
 на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування»

Спеціалістами ТОВ «КУА АПФ «Ініціатива» проаналізовано основні наукові результати та практичні рекомендації, що містяться в дисертаційній роботі Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування», яка підготовлена до прилюдного захисту у спеціалізованій вченій раді Д55.081.01 Української академії банківської справи Національного банку України на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Окремі положення даної дисертаційної роботи враховуються у поточній діяльності ТОВ «КУА АПФ «Ініціатива». Так, зокрема, враховуються пропозиції дисертанта щодо побудови оптимальної організаційно-управлінської моделі управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування на основі врахування специфіки його життєвого циклу.

Директор
 ТОВ «КУА АПФ «Ініціатива»



Слюзенко В.О.



**АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
УКРАЇНЬКА ПОЖЕЖНО-СТРАХОВА КОМПАНІЯ**

Україна, 40003, м. Суми, вул. Леваневського, 2, тел./факс (0542) 77-59-03; 77-50-57

СУМСЬКА ФІЛІЯ

Вих. ДТ-01
Від «дб» 09 2010 р.

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного
дослідження Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управ-
ління портфелем цінних паперів
інститутів спільного інвестування»

Дисертаційна робота Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування», підготовлена до захисту на здобуття науково-го ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит, була детально проаналізована спеціалістами Сумської філії АТ «Українська пожежно-страхова компанія».

Окремі положення даного дисертаційного дослідження мають практичну значущість для страховиків, що працюють на вітчизняному фінансовому ринку, зокрема - для Сумської філії АТ «Українська пожежно-страхова компанія».

Так, висновки Циганюка Д.Л. щодо врахування фактору часу при оцінці впливу окремих економічних ризиків на діяльність фінансових посередників враховуються фахівцями Сумської філії АТ «Українська пожежно-страхова компанія» при визначенні базового страхового тарифу страхування фінансових ризиків.

Також при розробці маркетингової стратегії Сумської філії АТ «Українська пожежно-страхова компанія» враховуються пропозиції Циганюка Д.Л. щодо врахування рівня фінансової грамотності населення у цільовому регіоні та у цільових групах споживачів.

Директор

Сумської філії АТ «УПС»



[Signature] Н.Ю. Сідельник



Bona Fide Consulting

№ 71/010
від 14.09.10

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

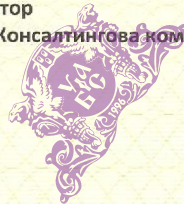
ДОВІДКА
про впровадження результатів
дисертаційного дослідження
Циганюка Дмитра Леонідовича
на тему «Управління портфелем цінних паперів
інститутів спільного інвестування»

Дисертаційна робота Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування», підготовлена до захисту у спеціалізованій вченій раді Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит була детально проаналізована фахівцями ТОВ «Консалтингова компанія «Бі.Еф.Сі.»

Можна відзначити, що окремі положення розглянутої дисертаційної роботи мають практичну цінність для ТОВ «Консалтингова компанія «Бі.Еф.Сі.»

Зокрема, методичні підходи до аналізу якості управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування використовуються експертами ТОВ «Консалтингова компанія «Бі.Еф.Сі.» при визначенні поточної ринкової вартості цінних паперів інститутів спільного інвестування.

Директор
ТОВ «Консалтингова компанія «Бі.Еф.Сі.»,
к.е.н.



А.В. Андрєєв

КОНСАЛТИНГОВА КОМПАНІЯ «БІ.ЕФ.СІ.»
Україна м.Київ вул.Маршала Тимошенка буд.29 оф.142
+38 044 331-87-86 +38 050 694-56-74 +38 044 597-12-05 fax
andreev@bfc.ua www.BFC.ua andreev@ukr.net



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК "СТОЛИЧНИЙ"
PUBLIC JOINT-STOCK COMPANY JOINT STOCK BANK "STOLYCHNYI"

УКРАЇНА, 40024, СУМИ, вул. Харківська, 1, тел/факс +380 542 659815, код ЄДРПОУ 20028816
К/Р 32000101400 УПРАВЛІННЯ НБУ В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ, МФО 337308

Вих. № 216 / 05 - 01
всього 11.10.2010

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01

Української академії банківської справи

Національного банку України

д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування»

Експертами відділу цінних паперів ПАТ АБ "СТОЛИЧНИЙ" розглянуто результати наукового дослідження Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Варто зазначити, що окремі положення дисертаційної роботи мають практичну цінність для ПАТ АБ "СТОЛИЧНИЙ". Зокрема, враховано рекомендації та висновки зловувача щодо оцінки активності підприємств на фондовому ринку в розрізі окремих галузей та по країні в цілому. Розроблена автором система індикаторів для оцінки активності підприємств окремої галузі на фондовому ринку використовуються спеціалістами відділу цінних паперів ПАТ АБ "СТОЛИЧНИЙ" при формуванні основних засад інвестиційної політики банку, що підвищує об'єктивність експертних оцінок.

Перший заступник
Голови Правління ПАТ АБ "СТОЛИЧНИЙ"
в. о. начальника відділу цінних паперів



Л.А. Баранник

Л.А. Баранник



Компанія "Трейд-Юей"
99045, Україна, г. Севастополь, ул. Надежды Острговской 14-а
тел/факс: +38 (0692) 53 20 84, моб.: +38 (099) 779 81 95
e-mail: info@trade-ua.com

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01

Української академії банківської справи

Національного банку України

д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного

дослідження Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування»

Фахівцями Дилінгового центру в Сумській області Нью-Йоркської фондової біржі NYSE проаналізовано результати наукового дослідження Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Результати даного дослідження використовуються в практичній діяльності Дилінгового центру. Зокрема, рекомендації та висновки здобувача щодо оцінки ефективності ліквідності акцій використовуються при розрахунку поточної відкритої позиції клієнта, що дає змогу ефективно оцінити поточний рівень ризику операцій. Також при плануванні діяльності Дилінгового центру використовується запропонований Циганюком Д.Л. підхід до визначення оптимальних строків інвестування, що базується на середньозваженій тривалості строкових вкладів населення у комерційних банках.

Директор /Кодыров А.Ш./

28/12/2010 р.

Дата



ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

Сумське територіальне управління
40011, м. Суми, пр. Шевченка, 15

Тел. (0542) 21-51-33, 22-15-35
Факс (0542) 22-31-44

УКРАЇНА



SECURITIES AND STOCK
MARKET STATE
COMMISSION

Sumy Regional Office
15, Shevchenko st., 40011, Sumy,
The Ukraine
Tel. (0542) 21-51-33, 22-15-35
Fax (0542) 22-31-44

Від «27» 10 2010р. № 1484

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01

Української академії банківської справи

Національного банку України

д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів
дисертаційного дослідження
Циганюка Дмитра Леонідовича
на тему «Управління портфелем цінних паперів
інститутів спільного інвестування»

Фахівці Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку здійснили ґрунтовний аналіз дисертаційної роботи Циганюка Дмитра Леонідовича на тему «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування», підготовленої до захисту у спеціалізованій вченій раді Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Слід зазначити, що окремі положення даного дисертаційного дослідження мають практичну цінність для Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Так, зокрема, пропозиції Циганюка Д.Л. щодо реформування системи державних органів регулювання ринку небанківських фінансових послуг враховані фахівцями Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку при розробці відповідних пропозицій щодо вдосконалення чинних нормативно-правових актів щодо впорядкування організаційно-інституційних засад розвитку посередництва на фінансовому ринку України.

Також в поточній діяльності Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку враховується запропонована автором класифікація економічних ризиків інститутів спільного інвестування.

Начальник управління



Ю.Берестовський

ДОДАТОК Д

Акт про впровадження в навчальний процес

Ректор Державного вищого навчального закладу
«Українська академія банківської справи
Національного банку України», д.е.н., проф.



А.О. Єпіфанов

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Циганюка Дмитра Леонідовича
на тему: «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного
інвестування»
у навчальний процес обліково-фінансового факультету та факультету
банківських технологій

ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»
від 15.11.2010 р. м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова – декан обліково-фінансового факультету к.п.н., доц. Головань М.С.
Члени комісії: декан факультету банківських технологій к.е.н., доц.
Гончарук Т.І., заст. декана обліково-фінансового факультету к.е.н., доц.
Гриценко Л.Л.

Комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Циганюка Дмитра Леонідовича «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування» у навчальний процес обліково-фінансового факультету ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Циганюка Дмитра Леонідовича «Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування».
2. Робочі програми курсів дисциплін:
 - «Фінансовий ринок» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки бакалаврів спеціальності 6.030508 «Фінанси і кредит»);
 - «Ринок фінансових послуг» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки спеціалістів і магістрів спеціальностей 7.050104 і 8.050104 «Фінанси»);
 - «Фінансове інвестування» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки магістрів спеціальності 8.050104 «Фінанси»);
 - «Інвестиційний аналіз» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки бакалаврів спеціальності 6.030508 «Фінанси і кредит»);
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Циганюка Д.Л. науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:
 - «Фінансовий ринок». Розділи: «Регулювання фінансового ринку», «Інфраструктура фінансового ринку».
 - «Ринок фінансових послуг». Розділ «Фінансові послуги на фондовому ринку».
 - «Фінансове інвестування». Розділи «Основи портфельного інвестування, як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства», «Основи формування оптимальної структури портфеля».
 - «Інвестиційний аналіз». Розділи «Аналіз ринку фінансових інвестицій», «Оцінювання стратегії фінансового інвестування», «Аналіз інвестиційного портфеля».
2. Застосування в навчальному процесі обліково-фінансового факультету ДВНЗ «УАБС НБУ» матеріалів дисертаційного дослідження Циганюка Д.Л. дало змогу адаптувати вищезазначені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії

М.С. Головань

Члени комісії

Т.І. Гончарук

Л.Л. Гриценко



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку [Текст] : монографія / Л. М. Алексеєнко. – К. : Вид. буд-к «Максимум», 2004. – 424с.
2. Аналіз банківської діяльності [Текст] / [Герасимович А. М., Алексеєнко М. Д., Парасій–Вергуненко І. М. та ін.] ; за ред. А. М. Герасимовича. – К. : КНЕУ, 2006. – 600 с.
3. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2007 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2008. – 12 с. –Режим доступу до ресурсу : http://uaib.com.ua/files/articles/418/32_4.pdf
4. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2008 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2009. – 13 с. –Режим доступу до ресурсу : http://uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf
5. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2009 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2010. 15 с. - Режим доступу до ресурсу : <http://uaib.com.ua/files/articles/1252/63/2009.pdf>
6. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 3 кварталі 2010 року [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. - 2010. - 17 с. – Режим доступу до ресурсу : <http://uaib.com.ua/files/articles/1369/64/Q3%202010.pdf>
7. Аналітичні матеріали Асоціації українських банків за 2005 рік [Електронний ресурс] // АУБ. – 2006. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=2005&Itemid=112
8. Аналітичні матеріали Асоціації українських банків за 2006 рік [Електронний ресурс] // АУБ. – 2007. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=2006&Itemid=112
9. Аналітичні матеріали Асоціації українських банків за 2007 рік [Електронний ресурс] // АУБ. – 2008. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=2007&Itemid=112

10. Аналітичні матеріали Асоціації українських банків за 2008 рік [Електронний ресурс] // АУБ. – 2009. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=2008&Itemid=112
11. Аналітичні матеріали Асоціації українських банків за 2009 рік [Електронний ресурс] // АУБ. – 2010. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=2009&Itemid=112
12. Аналітичні матеріали Асоціації українських банків за 2010 рік [Електронний ресурс] // АУБ. – 2011. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&show=2010&Itemid=112
13. Аскинадзе В. М. Инвестиционные стратегии на рынке ценных бумаг [Текст] / В. М. Аскинадзе . – No Name, 2004. – 106 с.
14. Балацький О. Ф. Управління інвестиціями [Текст] : навч. посібник. – 2-е вид., перероб і доп. / О. Ф. Балацький, О. М. Теліженко, М. О. Соколов. – Суми : ВТД «Університетська книга», 2004. – 232 с.
15. Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве [Текст] : учебное пособие по специальному курсу : в 2 т. Т. 2 / В. А. Белов. – М. : Центр ЮрИнфор, 2007. – 671 с.
16. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : у 2 т. Т. 1. [Текст] / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 1999. – 592 с.
17. Бланк И. А. Управление активами [Текст] : учебное пособие / И. А. Бланк – К. : «Ника-Центр», 2000. – 720 с.
18. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов [Текст] : монография / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
19. Буренин А. Н. Управление портфелем ценных бумаг [Текст] / А. Н. Буренин. – М. : Научно-техническое общество им. академика С.И. Вавилова, 2008. – 440с.
20. Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки [Текст] / А. Н. Буренин. – М. : Тривола, 1994. – 232 с.
21. Валовий внутрішній продукт у 2005 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2006. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>

22. Валовий внутрішній продукт у 2006 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2007. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
23. Валовий внутрішній продукт у 2007 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2008. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
24. Валовий внутрішній продукт у 2008 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2009. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
25. Валовий внутрішній продукт у 2009 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
26. Валовий внутрішній продукт у 2010 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2011. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
27. Васильєва Т. А. Фінансовий інструментарій забезпечення ефективного функціонування інвестиційного ринку [Текст] / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Механізм регулювання економіки. – 2009. – № 3. – Т. 1.
28. Васильєва Т. А. Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи і ринку інноваційного інвестування [Текст] / Т. А. Васильєва // Вісник СумДУ. – Серія «Економіка». – 2008. – № 1. – С. 168-175.
29. Ватаманюк О. З. Бігевіористський підхід у сучасній економічній теорії [Текст] / Ватаманюк О. З. // Економічна теорія. – 2006. – № 1. – С. 40–51.
30. Ватаманюк О. З. Динаміка, структура та чинники національних заощаджень в Україні у 1992–2004 р. [Текст] / Ватаманюк О. З. // Фінанси України. – 2007. – № 4(137). – С.
31. Ватаманюк О. З. Мікроекономіка [Текст] : навч. посіб. / О. З. Ватаманюк. – Львів : «Інтелект-Захід», 2004. – 176 с.
32. Виленский П. Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика [Текст] : учеб. пособие. / Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Смоляк С. А. – М. : Дело, 2004. – 888 с.

33. Власний капітал за видами економічної діяльності станом на 30 вересня 2010 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
34. Власний капітал за видами економічної діяльності станом на 31 грудня 2008 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2009. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
35. Власний капітал за видами економічної діяльності станом на 31 грудня 2009 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
36. Вовчак О. Д. Інвестування [Текст] / О. Д. Вовчак. – Львів : «Новий Світ – 2000», 2007. – 544 с.
37. Геєць В. М. Інноваційні перспективи України [Текст] / В. М. Геєць, В. П. Семиноженко. – Харків : Вид-во "Константа", 2006 – 272 с.
38. Гибсон Р. Формирование инвестиционного портфеля : управление финансовыми рисками [Текст] / Р. Гибсон. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 276 с.
39. Гончаренко Л. П. Инвестиционный менеджмент [Текст] / Л. П. Гончаренко, Е. А. Олейников. – М. : КноРус, 2005. – 296 с.
40. Господарський кодекс України [Текст] : станом на 8 лютого 2010 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 19-20, № 21-22. – С. 144.
41. Губський Б. В. Біржові технології ринку [Текст] / Б. В. Губський. – К. : Либідь, 1997. – С. 204.
42. Дегтярева О. И. Рынок ценных бумаг и биржевое дело [Текст] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ, 2002. – 504 с.
43. Доходи та витрати населення України за 2006 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2007. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
44. Доходи та витрати населення України за 2007 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2008. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
45. Доходи та витрати населення України за 2008 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2009. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>

46. Доходи та витрати населення України за 2009 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
47. Доходи та витрати населення України за III квартал 2010 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
48. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування [Текст] : навч. посіб. / А. П. Дука. – 2-е вид. – К. : Каравелла, 2008. – 432 с.
49. Эрроу К. Восприятие риска в психологии и экономической науке [Текст] // THESIS. 1994. Вып.5. С. 81 - 90
50. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення [Текст] / М. М. Єрмошенко. – К. : Київ. над. торг-екоп. ун-т., 2001. – 309 с.
51. Єрмошенко М. М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення [Текст] / Єрмошенко М. М. – К. : Київ. нац. торг.-екоп. ун-т, 2001. – 309 с.
52. Загородній А. Г. Фінансовий словник [Текст] / Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Смовженко Т. С. – 3-є вид., перероб. і доп. – К. : Знання, КОО, 2000. – 587 с.
53. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [Електронний ресурс] // ДКЦПФР – Річний звіт за 2005 рік – 34 с. – Режим доступу до звіту : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=213>
54. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [Електронний ресурс] // ДКЦПФР – Річний звіт за 2006 рік – 39 с. – Режим доступу до звіту : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=214>
55. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [Електронний ресурс] // ДКЦПФР – Річний звіт за 2007 рік – 42 с. – Режим доступу до звіту : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=583>
56. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [Електронний ресурс] // ДКЦПФР – Річний звіт за 2008 рік – 119 с. – Режим доступу до звіту : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>

57. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [Електронний ресурс] // ДКЦПФР – Річний звіт за 2009 рік – 83 с. – Режим доступу до звіту : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
58. Зимин И. А. Реальные инвестиции [Текст] / И. А. Зимин. – М. : ТАНДЕМ, 2000. – 304 с.
59. Зміни до деяких нормативно-правових актів ДКЦПФР [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 16 жовтня 2009 р. № 1057. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
60. Зміни до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 14 серпня 2009 р. № 948. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
61. Зміни до Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 4 серпня 2009 р. № 869. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
62. Килякова А. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело [Текст] / А. А. Килякова, Л. А. Алдаева. – М. : Наука, 2000. – С. 19.
63. Козьменко С. М. Стратегічний менеджмент банку [Текст] : навчальний посібник / Козьменко С. М., Шпит Ф. І., Волошко І. В. – Суми : Університетська книга, 2003. – 734 с.
64. Корнеев В. В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України [Текст] / Корнеев В. В. // Економіка України. – 2007. – № 9. – С. 21–29.
65. Корнеев В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках [Текст] / В. В. Корнеев ; Науково-дослідний фінансовий ін-т при Міністерстві фінансів України. – К. : НДФІ, 2003. - 376 с.
66. Корнеев В. В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні [Текст] / В. В. Корнеев // Фінансовий ринок. – 2008. – С. 77-85.
67. Костіна Н.І., Алексеев А.А., Василик О.Д. Фінанси: система моделей і прогнозів. – К. – 1998. – С. 292.
68. Коттл С. Анализ ценных бумаг «Грэма и Додда» [Текст] / Коттл С., Мюррей Р., Блок Ф. – М., 2001. – С. 59.

69. Критерії і методології кредитних рейтингів [Електронний ресурс] / Компанія Standard and Poors. – 2011. – Режим доступу : <http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=compgovlist>
70. Кузнецова А. Я. Проблеми активізації інвестиційного процесу в Україні [Текст] / А. Я. Кузнецова // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Іноземні інвестиції в Україну: проблеми привабливості й залучення: Зб. наук. пр. Інституту регіональних досліджень НАН України. Львів: Інститут регіональних досліджень НАН України, 2000. – Вип. XXII. – С. 296–306.
71. Леонов С. В. Учет риска при оценке эффективности инновационных проектов [Текст] // Риск-менеджмент инноваций Сумы. "Деловые перспективы", 2005. – 260 с.
72. Леонов С. В. Використання інвестиційного потенціалу банків у фінансовому забезпеченні інноваційного розвитку в Україні [Текст] / С. В. Леонов // Проблеми фінансового забезпечення інноваційного розвитку : Монографія ; за заг. ред. Т. А. Васильєвої, В. Г. Боронос. – Суми : Вид-во СумДУ, 2009. – С.178-199.
73. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України [Текст] : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.
74. Лившиц В. Н. Проектный анализ: методология, принятая во Всемирном банке [Текст] / В. Н. Лившиц // Экономика и математические методы. – 1994. – вып. 3. – С. 236-239.
75. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи [Текст] : монографія / ред. Єпіфанов А. О., Козьменко С. М., Макаренко М. І. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 109с.
76. Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку - діяльності з торгівлі цінними паперами [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 25 травня 2006 р. № 346. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
77. Луців Б. Л. Банківська діяльність у сфері інвестицій [Текст] / Б. Л. Луців. – Тернопіль : Економічна думка, Карт-Бланш, 2001. – 320с.
78. Лялин В. А. Ценные бумаги и их обращение [Текст] / В. А. Лялин, П. В. Воробьев. – СПб., 1996. – 232 с.

79. Марковиц Г. М. Эффект инвестиций. Риски. [Текст] / Марковиц Г. М. ; пер. с англ. – М., 1952.
80. Мендрул О. Г. Индикатори фінансового стану вітчизняних промислових підприємств [Текст] / О. Г. Мендрул // Державний інформативний бюлетень про приватизацію. – 2003. – №11. – С. 75–80.
81. Мендрул О. Г. Фондовый рынок: операции с ценными бумагами [Текст] : навч. посібник / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко, – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : КНЕУ, 2000. – С. 156.
82. Боди З., Мертон Р. Финансы [Текст] : базовый учебник / З. Боди, Р. Мертон. – Вильямс, 2007. – С. 347.
83. Михайловська О. В. Світова фінансова криза: роль транснаціональних корпорацій [Текст] / О. В. Михайловська // Фінанси України. – 2009. – №6. – С. 93-103.
84. Михайловська О.В. Джерела венчурного фінансування: світовий досвід та перспективи для України [Текст] / О. В. Михайловська // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць Дніпропетровського національного університету. – Вип. 206; Т. I. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2005. – С. 186–199.
85. Мишкін Ф. С. Економія грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст] / Ф. С. Мишкін. – К. : Основи, 1999. – С. 77.
86. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ [Текст] / Ф. Модильяни, М. Миллер ; пер. с англ. – М. : Дело, 1999. – 272 с.
87. Мозговой О. М. Фондовый рынок [Текст] : навч. посіб. / О. М. Мозговой. – К. : КНЕУ, 1999. – 260 с.
88. Мозговой О. Н. Зарубежный фондовый рынок [Текст] / О. Н. Мозговой. – К. : УАННП «Феникс», 2006. – 129 с.
89. Недосекин А. О. Нечетко-множественный анализ риска фондовых инвестиций [Текст] / А. О. Недосекин. – Санкт-Петербург : Сезам, 2002. – 276 с.
90. Недосекин А. О. Фондовый менеджмент в расплывчатых условиях [Текст] / А. О. Недосекин. – Санкт– Петербург: Сезам, 2003. – 536 с.
91. Недосекін О. О. Застосування нечітких моделей в економічному аналізі [Електронний ресурс] / О. О. Недосекін. – Режим доступу : <http://www.sedok.narod.ru>.

92. Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія) [Текст] : навч. посіб. / В. М. Опарін. – К. : КНЕУ, 1999. – 164 с.
93. Опарін В. М. Фінансова система України: теоретико-методологічні аспекти [Текст] : монографія / В. М. Опарін. – К. : КНЕУ, 2005. — 238 с.
94. Оцінка активів підприємства [Текст] : навч. посібн. / [Панасовський Ю. В., Семененко Б. А., Теліженко О. М. та ін.] ; за заг. ред. Ю. В. Панасовського. – Суми : Університетська книга, 2009. – 512 с.
95. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом [Текст] / А. А. Пересада. – К. : Лібра, 2002. — 472 с.
96. Пересада А. А. Фінансові інвестиції [Текст] : підручник / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.
97. Підхомний О. М. Управління інвестиційними процесами на фінансових ринках [Текст] : навч. посібник / О. М. Підхомний. – К. : Кондор, 2003. – 184 с.
98. Поддєрьогін А. М. Фінанси підприємств [Текст] : навч. посіб. / А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2004. – 546 с.
99. Пономаренко В. С. Моделювання поведінки інвестора на фондовому ринку [Текст] / Пономаренко В. С., Раєвська О. В., Стрижиченко К. А. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2004. – 264 с.
100. Портфельне інвестування [Текст] : навч. посібник / [А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева]. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.
101. Поточні зобов'язання за видами економічної діяльності станом на 31 грудня 2008 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2009. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
102. Поточні зобов'язання за видами економічної діяльності станом на 31 грудня 2009 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
103. Поточні зобов'язання за видами економічної діяльності станом на 30 вересня 2010 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
104. Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами [Текст] : рішення ДКЦПФР від 12 грудня 2006 р. №1449 // Офіційний вісник України. - 2007. -№ 6. -Ст. 235.

105. Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінних паперах [Електронний ресурс] : наказ ДКЦПФР від 23 грудня 1996 р. №331. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
106. Про акціонерні товариства [Текст] : закон України від 17 вересня 2008 р. № 524-VI // Урядовий кур'єр. – 2008. – № 202. – С. 5-12.
107. Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 29 жовтня 2002 р. №321. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
108. Про внесення змін до деяких законів України щодо підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку [Текст] : закон України від 7 липня 2010 р. № 2393-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010.
109. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України з питань оподаткування [Текст] : закон України від 30 листопада 2006 р. № 398-V // Відомості Верховної Ради. – 2007. – № 3.
110. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відповідальності за правопорушення на ринку цінних паперів [Текст] : закон України від 25 грудня 2008 року № 801-VI // Урядовий кур'єр. – 2009. – № 4.
111. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо здійснення державного архітектурно-будівельного контролю та сприяння інвестиційній діяльності у будівництві [Текст] : закон України від 16 травня 2007 р. № 1026-V // Відомості Верховної Ради України 2007. – № 34.
112. Про встановлення ознак фіктивності цінних паперів та деривативів [Електронний ресурс]: рішення ДКЦПФР від 22 грудня 2010 р. № 1942. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
113. Про господарські товариства [Текст] : закон України від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 49. – С. 682.
114. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Текст] : закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – С. 292.

115. Про емісію цінних паперів [Електронний ресурс] : лист ДПА України від 9 червня 2009 р. № 12006/7/15-0217. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
116. Про затвердження Положення про розрахунок показників ліквідності, що обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 27 грудня 2007 р. №2381. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
117. Про затвердження Програми попередження випуску та організації обігу ЦП, що можуть використовуватись для непродуктивного відпливу капіталів, ухилення від оподаткування [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 20 липня 2010 р. № 1152. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
118. Про захист економічної конкуренції [Текст] : закон України від 11 січня 2001 р. № 2210-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 12. – С.64.
119. Про інвестиційну діяльність [Текст] : закон України від 18 вересня 1991 р. № 1560-XII // Відомості Верховної Ради. України. – 1991. – №47. – С.646.
120. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) [Текст] : закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – №21. – С. 103.
121. Про іпотечні облигації [Текст] : закон України від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради. – 2006. – №11. – С. 140.
122. Про податок на додану вартість [Текст] : закон України від 3 березня 1997 р. № 168/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1997. – № 21. – Ст. 156.
123. Про порядок погашення зобов'язань платників податків перед бюджетами та державними цільовими фондами [Текст] : закон України від 21 грудня 2000 р № 2181-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 10. – Ст. 44.
124. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Текст] : закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради України. –2002. -№ 1. - С. 1.

125. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю [Текст] : закон України від 19 липня 2003 р. № 978-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 52.
126. Про цінні папери і фондовий ринок [Текст] : закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради. – 2006. – №31. – С. 268.
127. Резго Г. Я. Биржевое дело: учебник [Текст] / Г. Я. Резго, И. А. Кетова ; под ред. Г. Я. Резго. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 272 с.
128. Рейтинги облигаций 2005–2010 років [Електронний ресурс] / Компанія Standard and Poors. – 2011. – Режим доступу : <http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=bondsrat>
129. Ринок ІСІ в 2005 році [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2007. – 6 с. – Режим доступу до ресурсу : http://uaib.com.ua/files/articles/171/94_4.pdf
130. Риск-менеджмент інновацій [Текст] / [Епифанов А. А., Васильєва Т. А., Диденко О. Н. и др.]. – Сумы : Деловые перспективы, 2005. – 260 с.
131. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2005 рік [Електронний ресурс] // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – 2006. – 63 с. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/files/RK-5907.pdf>
132. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2006 рік [Електронний ресурс] // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – 2007. – 90 с. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/files/RK-7572.pdf>
133. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2007 рік [Електронний ресурс] // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – 2008. – 94 с. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/ZVIT_NA_SAIT_2007pdf.pdf
134. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2008 рік [Електронний ресурс] // Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – 2009. – 119 с. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/richnyi_zvit_2008_1.pdf
135. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2009 рік [Електронний ресурс] // Державна комісія з

регулювання ринків фінансових послуг України. – 2010. – 57 с. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/uoazk/PK_358_dod.pdf

136. Роз'яснення ДКЦПФР стосовно здійснення ідентифікації під час провадження професійної діяльності з торгівлі цінними паперами [Електронний ресурс] : роз'яснення ДКЦПФР від 24 липня 2009 р. № 697. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.

137. Розвиток ринку спільного інвестування в 2006 році (Аналітичний огляд УАІБ) [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2007. – 12 с. – Режим доступу до ресурсу : http://uaib.com.ua/files/articles/242/19_4.pdf

138. Росс С. Основы корпоративных финансов [Текст] / Росс С., Вестерфилд Р., Джордано Б. ; пер. с англ. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. – 720 с.

139. Самуэльсон П. Экономика [Текст] : в 2 т. Т. 1 / П. Самуэльсон. – М. : НПО «АЛГОН» ВНИИСИ. – 1992, – 333 с.

140. Самуэльсон П. Экономика [Текст] : в 2 т. Т. 2 / П. Самуэльсон. – М. : НПО «АЛГОН» ВНИИСИ. – 1992, – 416 с.

141. Синки Дж. Управление финансами в коммерческих банках [Текст] / Дж. Синки. – М. : Catallaху, 1994. – 820 с.

142. Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг [Текст] / Дж. Синки. – СПб. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1018 с.

143. Социально-экономические проблемы информационного общества [Текст] : монография / [В. М. Гец, В. Г. Кремень, В. П. Семиноженко та ін.] ; под ред. Л. Г. Мельника. – Сумы : Университет. книга, 2005. – 430 с.

144. Список кредитних рейтингів 2005–2010 років [Електронний ресурс] / Компанія Standard and Poors. – 2011. – Режим доступу : <http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=creditlist>

145. Список публічних рейтингів GAMMA 2005–2010 років [Електронний ресурс] / Компанія Standard and Poors. – 2011. – Режим доступу : <http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=compgovlist>

146. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2005 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2006. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
147. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2006 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2007. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
148. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2007 рік [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2008. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
149. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності станом на 31 грудня 2008 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2009. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
150. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності станом на 31 грудня 2009 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
151. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності станом на 30 вересня 2010 року [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики України. – 2010. – Режим доступу : <http://ukrstat.gov.ua/>
152. Типовий договір про грошові розрахунки за операціями щодо цінних паперів [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 10 травня 2009 р. № 450. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/normbase/sumizh/kua_isi.html.
153. Унінець-Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика [Текст] : навч. посібник / Унінець-Ходаківська В. П., Костюкевич О. І., Лятамбор О. А. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : ЦУЛ, 2009. – 392 с.
154. Фабоцци Ф. Управление инвестициями [Текст] / Ф. Фабоцци ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.
155. Фабоцци Ф. Д. Ринок облігацій [Текст] : Аналіз та стратегії / Ф. Д. Фабоцци. – М. : Альпіна Бізнес Букс, 2005. – 876 с.
156. Финансы, денежное обращение и кредит [Текст] / под ред. В. К. Сенчатова. – М. : Наука, 1999. – С. 293.
157. Фінанси підприємств [Текст] : підручник / [А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк та ін.] ; кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – [7-ме вид., без змін.]. – К. : Вид-во КНЕУ, 2008, – 552 с.

158. Цивільний кодекс України [Текст] : за станом на 8 лютого 2010 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – №№ 40-44. – С. 356.
159. 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.
160. 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.
161. 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.
162. 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.
163. 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.
164. Циганюк Д. Л. Значення інститутів спільного інвестування на сучасному етапі розвитку українського фондового ринку / Д. Л. Циганюк // *Materialy V Miedzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji «Strategiczne pytania swiatowej nauki – 2009» (01 – 15 lutego 2009 roku).* – Volume 1. *Ekonomiczne nauki. : Przemysl. Nauka i studia* – S. 67–71.
165. 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.

166. 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.
167. 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.
168. 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.
169. 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.
170. 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.
171. 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.
172. 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.
173. 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.

174. Циклы воспроизводства капитала [Текст] : монография / [Козьменко С. Н., Васильева Т. А., Скляр И. Д. и др.] – Сумы : Деловые перспективы, 2005. – 221с.

175. Шарп У. Ф. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В Бейли – М. : Инфра–М, 1998. – 1028 с.

176. Шевченко Г. Н. Правовое регулирование ценных бумаг [Текст] / Г. Н. Шевченко. – М. : Статут, 2003. – 173 с.

177. Шклярук С. Г. Портфельное инвестирование. Теория и практика [Текст] / С. Г. Шклярук. – К. : Нора-принт, 2000. – 350 с.

178. Шклярук С. Г. Финансовая система: структура, механизм функционирования, оптимизация [Текст] : монография / С. Г. Шклярук. – К. : Нора-принт, 2003. – 568 с.

179. Школьник І. О. Фінансовий ринок України в контексті розвитку світової фінансової системи [Текст] : монографія / І. О. Школьник. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 98 с.

180. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан та стратегія розвитку [Текст] : монографія / І. О. Школьник. – Суми : Мрія, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

181. Школьник І. О. Фінансовий менеджмент [Текст] : навчальний посібник / І. О. Школьник, І. М. Боярко, Б. І. Сюркало ; за ред. І. О. Школьник. – Суми : Університетська книга, 2008. – 342 с.

182. Яронський В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) [Текст] : монографія / В. Л. Яронський. – Х. : Право, 2006. – 544 с.

183. Annual reports EFAMA's from 2005-2009 / Efama. – Режим доступа : http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=86&Itemid=-99

184. Basic figures on the EU - First quarter 2011 [Electronic resource] / Eurostat European Commission. – Режим доступа :

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/publication?p_product_code=KS-GL-11-001

185. Black F. The pricing of options and corporate liabilities [Text] / F. Black, M. Scholes // J. Political Economy – 1973 – Vol.81.
186. CEIC Sector Database [Electronic resource] / CEIC. – Режим доступа : <http://www.ceicdata.com/Sector.html>
187. Domestic credit provided by banking sector (% of GDP) [Electronic resource] / EconStats – Режим доступа : http://www.econstats.com/wdi/wdiv_439.htm
188. Foreign direct investment [Electronic resource] / World Bank. – Режим доступа : <http://datamarket.com/data/set/13pd/foreign-direct-investment-of-gdp#display=charts>
189. International Strategic Analysis [Electronic resource] / Countryrisk. – Режим доступа : <http://www.countryrisk.com/reviews/archives/000158.html#000034>
190. Investment Funds Electronic resource] / Bulgarian national bank – Режим доступа : http://www.bnb.bg/Statistics/StOtherFinancialInstitutions/StInvestmentFunds/index.htm?toLang=_EN
191. Lintner J. Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes [Text] / J. Lintner // American Economic Review. – 1956. – May. – pp.97- 113
192. Markowitz H. M. Efficient Diversification of Investments [Text] / H. M. Markowitz. – New York : John Willy. Portfolio Selection, 1951. – 789 p.
193. Markowitz H. Portfolio Selection [Електронний ресурс] / H. Markowitz // The Journal of Finance. – 1952. – Vol. 7. – No. 1. – P. 77–91. – Режим доступа : <http://www.gacetafinanciera.com/TEORIARIESGO/MPS.pdf>.
194. Miller M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares [Text] / M. H. Miller, F. Modigliani // Journal of Business. – 1961. – October. – P. 411-433.
195. Modigliani F. Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations [Text] / F. Modigliani // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76. – №3. – P. 297–313.

196. Money and monetary financial institution [Electronic resource] / Banka Slovenije – Режим доступа :
http://www.bsi.si/pxweb/dialog/Database/ang/serije/01_denar_banke/01_denar_banke.asp
197. Ross S. A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing [Text] / S. A. Ross. – Journal of Economic Theory. – 1976. – 10 p.
198. Scholes M. Derivatives in a dynamic environment [Text] / M. Scholes // Nobel Lecture. – 1997. – December 9.
199. Tobin J. Commercial Banks as Creator of «Money» [Text] / J. Tobin // Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S. Treasury ; Ed. by Dean Carson. Richard D. Irwin. – 1963. – pp. 408–419.
200. Tobin J. The Theory of Portfolio Selection [Text] / J. Tobin. – London: Macmillan & Co, 1965. – 341 p.
201. World Development Indicators and Global Development Finance [Electronic resource] / World Bank Group. – Режим доступа :
http://databank.worldbank.org/ddp/editReport?REQUEST_SOURCE=search&CNO=2&country=UKR&series=&period=

