

ISSN 1993-6788
№ 8 (134) 2012

Actual Problems of Economics

Актуальні Проблеми Економіки

AP
E



Індекс для передплати 21842
eco-science.net
Impact Factor Journal



НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ

АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІКИ

НАУКОВИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ ЖУРНАЛ

Заснований у 2000 році. Виходить щомісяця.

Індекс журналу в каталозі передплатних видань України – 21842

Свідоцтво про реєстрацію КВ № 16096-4568ПР від 21.12.2009

№8(134)
2012

УДК 330 Журнал внесено в оновлений перелік фахових видань з економічних наук
(підстава: Постанова ВАК України № 1–05/04 від 14.10.2009)

ISSN 1993-6788 Журнал 1 березня 2007 року зареєстровано в Міжнародному центрі періодичних видань
(ISSN International Centre, м. Париж).

Журнал зареєстровано та проіндексовано у таких міжнародних каталогах та базах даних:

Thomson Reuters Scientific – з липня 2008 року;

SciVerse Scopus – з жовтня 2009 року;

Index Copernicus – з січня 2010 року;

EBSCOhost та Ulrich's Periodicals Directory – з 2011 року.

Засновник і видавець: ВНЗ «Національна академія управління»
Україна, 01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 26
Голова редакційно-видавничої ради **С.А. Єрохін**
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 1824 від 2.06.2004

Редакційна колегія:

Єрмошенко Микола Миколайович

- **головний редактор**
доктор економічних наук, професор,
заслужений діяч науки і техніки України

Сунцова Олеся Олександрівна

- **заступник головного редактора**
доктор економічних наук, доцент
- Ph.D (Finance), Asst. Prof. (Королівство Бахрейн)

Актан Бора
Базиліюк Антоніна Василівна
Білан Юрій
Будкін Віктор Сергійович

- доктор економічних наук, професор,
кандидат економічних наук, доцент, PhD (Польща)
- доктор економічних наук, професор,
заслужений діяч науки і техніки України

Бурлака Григорій Григорович
Герасименко Сергій Сергійович
Гончаров Юрій Вікторович
Дорофєєнко В'ячеслав Володимирович

- доктор економічних наук, професор
- доктор економічних наук, професор
- доктор економічних наук, професор,
заслужений працівник освіти України

Єрохін Сергій Аркадійович
Козаченко Іван Петрович
Лопатін Олексій Костянтинович
Мищенко Володимир Іванович
Подвезько Валентин Степанович

- доктор економічних наук, професор
- доктор юридичних наук, професор
- доктор фізико-математичних наук, професор
- доктор економічних наук, професор
- кандидат економічних наук, доктор
математичних наук, професор (Литва)

Сахаров Вадим Євгенович
Сопко Василь Васильович
Супрун Василь Петрович
Турскіс Зенонас Адомович
Шелудько Наталія Михайлівна
Шнипко Олександр Сергійович

- кандидат економічних наук, професор
- доктор економічних наук, професор
- доктор економічних наук, професор
- доктор технічних наук, професор (Литва)
- доктор економічних наук, старший науковий співробітник
- доктор економічних наук, професор

Адреса редакції: Україна, 01011, Київ, вул. Панаса Мирного, 26, к.к. 401, 406
Тел., факс (044) 280-80-56; 288-94-98; 254-31-96
E-mail: eco@nam.kiev.ua; <http://eco-science.net>

Секретар редакції **О.О. Кривонос**

Комп'ютерний набір та верстка **О.О. Кривонос, І.В. Цяплук**

Літературна редакція **Н.М. Железняк, О.М. Семенюк**

Коректор **Д.М. Прохорова**

Рекомендовано до друку вченою радою ВНЗ «Національна академія управління» (протокол №6 від 7.06.2012 р.)

Відповідальність за достовірність фактів, цитат, власних імен, географічних назв, назв підприємств, організацій, установ та іншої інформації несуть автори статей.
Висловлені у цих статтях думки можуть не збігатися з точкою зору редакційної колегії і не покладають на неї ніяких зобов'язань.

Передруки і переклади дозволяються лише за згодою автора та редакції.
Відповідальність за зміст рекламних оголошень несе рекламодавець.

Підписано до друку 10.08.2012. Обл.-вид. арк. 34,1. Ум. друк. арк. 32,1. Замовлення № 161.
Папір офсетний. Друк офсетний. Наклад 1000 прим. Формат 70x100 1/16.

Віддруковано у ТОВ «Лазурит-Поліграф», 01042, м. Київ, вул. Леваневського, 8/7.
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 3133 від 17.03.2008.



АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІКИ

НАУКОВИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ ЖУРНАЛ

№8(134) 2012

ЗМІСТ

Інформаційне повідомлення про проведення XI-го міжнародного наукового семінару «Сучасні проблеми інформатики в управлінні, економіці, освіті та екології»	8
ЕКОНОМІЧНА ТЕОРІЯ ТА ІСТОРІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДУМКИ	
Зінченко В.В. Фізична економіка як модель управління конкурентним плануванням максимальної ефективності	10
Ильченко С.В. Информатизация транспорта в обществе знаний	18
Краснокутська Н.С. Концепція ціннісно-орієнтованого управління потенціалом підприємства	23
Кушнерик В.В. Вплив глобалізації на розвиток науково-технічної революції	30
Мельник Л.Г. Особенности и движущие силы самоорганизации экономических систем	35
Мельник Т.О. Економіка України в період незалежності: втрати, прорахунки і перспективи розвитку	42
Скворцов І.Б., Скворцов Д.І. Екофізика як метод пізнання економічних явищ і процесів	50
Сотник І.М. Тенденції і проблеми управління дематеріалізацією виробництва й споживання	62
Ширська О.В. Економічна сутність і бухгалтерське визначення амортизації	68
СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ	
Леонов С.В., Васильєва Т.А., Циганюк Д.Л. Формалізація функціональних обмежень діяльності інститутів спільного інвестування на основі порівняльного аналізу фінансових ринків країн групи FM СЕЕС	75
Хаустов В.К. Актуальність формування науково-технологічних кластерів в Україні та Росії	86
ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНИМ ГОСПОДАРСТВОМ	
Бурлака В.Г. Энергоэффективность как составляющая конкурентоспособности Украины	99
Гранкін О.О. Тенденції і перспективи розвитку ринку гумових пневматичних шин в Україні	110
Елецких С.Я. Функционирование и развитие промышленного и машиностроительного комплексов Украины в предкризисный период	116
Сазонец І.Л. Перспективи реалізації інвестиційного проекту з метою розвитку вугільної галузі України	131
Сунцова О.О. Методологічні засади оцінювання ефективності макроекономічного регулювання розвитку національного господарства	139
Тарасюк О.Б., Кас'янова О.О. Державний резерв як складова системи продовольчої безпеки України	146
ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВАМИ	
Аммарі А.О. Класифікація стейкхолдерів на основі взаємних очікувань	150
Власова Н.О., Чорна М.В., Михайлова О.В. Чинники формування оборотних активів підприємств роздрібною торгівлі	156
Загорняк Н.В. Споживацька цінність у системі управління організацією: компас для нової реальності у боротьбі за ринкові можливості	164
Картузов С.П. Визначення фінансової безпеки підприємства: поняття, зміст, значення і функціональні аспекти	172
Кузьмін О.Є., Мельник О.Г., Панасенко Д.А. Чинники формування конкурентоспроможності підприємств на ринку озброєння України	182

Державний вищий навчальний заклад
Українська академія банківської справи

БІБЛІОТЕКА



NATIONAL ACADEMY OF MANAGEMENT

ACTUAL PROBLEMS OF ECONOMICS

SCIENTIFIC ECONOMIC JOURNAL

Founded in 2000. Academic monthly journal.

Subscription index in Ukraine – 21842

Registration license: KB № 16096-4568ПІ, issued 21.12.2009

№8(134)
2012

УДК 330

The journal is licensed as academic, professional journal in all economic sciences
(Decision of Higher Accreditation Committee of Ukraine: № 1-05/04, issued 14.10.2009)

ISSN 1993-6788 (Since March 2007).

The journal is registered and indexed in the following international catalogues and databases:

Thomson Reuters Scientific – since July 2008;

SciVerse Scopus – since October 2009;

Index Copernicus – since January 2010;

EBSCOhost and Ulrich's Periodicals Directory – since 2011.

Founder and published:

National Academy of Management
Vul. Panasa Myrnogo, 26, 4th floor, Kyiv, 01011
Head of the Editorial Board – Serhiy Yerokhin
Publishing license: ДК № 1824, reissued 2.06.2004

Editorial Board:

Mykola Yermoshenko

- *chief editor*
Dr. Sc. (Economics), Prof., Emeritus of Sciences
and Technology of Ukraine

Olesya Suntsova

- *chief editor deputy*
Dr. Sc. (Economics), Assoc. Prof.
- Ph.D (Finance), Asst. Prof. (Kingdom of Bahrain)

Bora Aktan
Antonina Bazyluk
Bilan Yuriy
Viktor Budkin
Grygoriy Burlaka

- Dr. Sc. (Economics), Prof.
- Ph.D, Asst. Prof. (Poland)

Serhiy Gerasymenko
Yuriy Goncharov
Vyacheslav Dorofienko

- Dr. Sc. (Economics), Prof., Emeritus of Sciences
and Technology of Ukraine
Dr. Sc. (Economics), Prof.

Serhiy Yerokhin
Ivan Kozachenko
Oleksiy Lopatin
Volodymyr Mishchenko
Valentyn Podvezko

- Dr. Sc. (Economics), Prof.
- Dr. Sc. (Economics), Prof.
- Dr. Sc. (Economics), Prof., Honorary Fellow
in Education of Ukraine

Vadym Sakharov
Vasyl Sopko
Vasyl Suprun
Zenonas Turskis
Natalia Sheludko
Olexandr Shnypkov

- Dr. Sc. (Economics), Prof.
- Dr. Sc. (Law), Prof.
- Dr. Sc. (Physics&Mathematics), Prof.

Editorial Office:

Ukraine, 01011, Kyiv, vul. Panasa Myrnogo, 26, 401-406

Tel./fax.: +(38044) 280-80-56; 288-94-98; 254-31-96

E-mail: eco@nam.kiev.ua; <http://eco-science.net>

Editorial administrative secretary – Olena Kryvonos

Computer page positioning and layout: Olena Kryvonos, Iryna Tsaplyuk

Text editing: Nelya Zheleznyak, Olena Semenyuk

Proofreading: Darina Prokhorova

Responsibility for facts, quotations, private names, enterprises and
organizations titles, geographical locations etc. to be bared by the authors.

The editorial office and board do not always share the views and thoughts expressed in the articles published.

Reprints and translations are allowed on the written consent with the editorial office and the author.

Responsibility for the advertisement contents to be bared by the advertiser.

Printing facilities:

Lazurit-Poligraph, 01042, Kyiv, vul. Levanevskogo, 8/7.

Publishing license: ДК № 3133 issued 17.03.2008.



ACTUAL PROBLEMS OF ECONOMICS

SCIENTIFIC ECONOMIC JOURNAL

№8(134) 2012

CONTENTS

Information note on the XI th international scientific seminar "Contemporary problems of information science in management, economics, education and ecology"	8
<i>ECONOMIC THEORY AND HISTORY OF ECONOMIC THOUGHT</i>	
Zinchenko V.V. Physical economy as a management model for competitive planning of maximal efficiency	10
Ilichenko S.V. Informatization of transport within knowledge society	18
Krasnokutska N.S. Concept of value-based management of enterprise potential	23
Kushneryk V.V. Impact of globalization on development of scientific and technological revolution	30
Melnyk L.G. Peculiarities and driving forces in self-organization of socioeconomic systems	35
Melnyk T.O. Ukraine's economy under independence: losses, miscalculations and development prospects	42
Skvortsov I.B., Skvortsov D.I. Econophysics as a means for understanding economic phenomena and processes	50
Sotnyk I.M. Trends and problems in management of production and consumption dematerialization	62
Shehirska O.V. Economic essence and accounting determination of depreciation	68
<i>WORLD ECONOMY AND INTERNATIONAL ECONOMIC RELATIONS</i>	
Leonov S.V., Vasylieva T.A., Tsyganyuk D.L. Formalization of functional limitations in functioning of co-investment funds based on comparative analysis of financial markets within FM CEEC	75
Khaustov V.K. Actuality of establishing scientific technological clusters in Ukraine and Russia	86
<i>NATIONAL ECONOMY AND ITS MANAGEMENT</i>	
Burlaka V.G. Energy efficiency as a constituent of Ukraine's competitiveness	99
O.O. Grankin Trends and prospects in development of rubber pneumatic tyres market in Ukraine	110
Yeletsykh S.Y. Functioning and development of industrial and machine-building complexes in Ukraine during the pre-crisis period	116
Sazonets I.L. Prospects of an investment project aimed at the development of coal sector of Ukraine	131
Suntsova A.O. Methodological grounds for efficiency evaluation of state regulation of national economy development	139
Tarasyuk O.B., Kasyanova O.O. State reserve as a constituent of Ukraine's food security system	146
<i>ENTERPRISES ECONOMY AND MANAGEMENT</i>	
Ammari A.O. Stakeholders' classification based on mutual expectations	150
Vlasova N.O., Chorna M.V., Mykhailova O.V. Factors in formation of circulating assets at retail trade enterprises	156
Zagorniak N.B. Consumer value within business unit management system: a compass in new reality and the battle for market opportunities	164
Kartuzov Y.P. Determining the financial security of an enterprise: notion, contents, value and functional aspects	172
Kuzmin O.Y., Melnyk O.G., Panasenko D.A. Factors of enterprise competitiveness formation at the arms market	182

*С.В. Леонов (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)*

*Т.А. Васильєва (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)*

*Д.Л. Циганюк (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)*

ФОРМАЛІЗАЦІЯ ФУНКЦІОНАЛЬНИХ ОБМЕЖЕНЬ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ОСНОВІ ПОРІВНЯЛЬНОГО АНАЛІЗУ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ КРАЇН ГРУПИ ФМ СЕЕС

У статті проаналізовано особливості функціонування інститутів спільного інвестування на фондових ринках групи ФМ СЕЕС. Визначено ключові функціональні обмеження, що впливають на інвестиційну діяльність цих фінансових посередників і формування їх ресурсної бази.

Ключові слова: інвестиційні фонди, інститути спільного інвестування, фондовий ринок, інвестиції, портфель цінних паперів.

Табл. 6. Рис. 1. Літ. 22.

*С.В. Леонов (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)*

*Т.А. Васильева (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)*

*Д.Л. Цыганюк (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)*

ФОРМАЛІЗАЦІЯ ФУНКЦІОНАЛЬНИХ ОГРАНИЧЕНІЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СОВМЕСТНОГО ІНВЕСТИРОВАНИЯ НА БАЗЕ СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ СТРАН ГРУППЫ ФМ СЕЕС

В статье проанализировано особенности функционирования институтов совместного инвестирования на фондовых рынках группы ФМ СЕЕС. Определены ключевые функциональные ограничения, которые влияют на инвестиционную деятельность этих финансовых посредников и формирование их ресурсной базы.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования, фондовый рынок, инвестиции, портфель ценных бумаг.

*S.V. Leonov (Ukrainian Academy of Banking of the
National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)*

*T.A. Vasylieva (Ukrainian Academy of Banking of the
National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)*

*D.L. Tsyganyuk (Ukrainian Academy of Banking of the
National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)*

FORMALIZATION OF FUNCTIONAL LIMITATIONS IN FUNCTIONING OF CO-INVESTMENT FUNDS BASING ON COMPARATIVE ANALYSIS OF FINANCIAL MARKETS WITHIN FM CEEC

The article analyzes the peculiarities in functioning of co-investment funds at the stock markets of FM CEEC. Major functional limitations that affect the investment activities of these financial intermediaries as well as upon the formation of their resource base are determined.

Keywords: co-investment funds; stock market; investments; securities portfolio.

Постановка проблеми. Криза 2008–2009 рр. і посткризовий період в Україні та світі виявили низку сильних та слабких сторін в організації інфраструктури фінансових ринків. Зокрема, слабкий розвиток небанківського сектору, звужуючи можливості заощаджень та інвестування, збільшує навантаження на банківський сектор, ставлячи під загрозу ліквідність банків при настанні кризових явищ. Залишати поза увагою розвиток небанківського фінансового сектору недоцільно, про що, зокрема, свідчить досвід економічно розвинутих європейських країн, чії національні фінансові системи розвиваються за банкоцентричною моделлю, проте різниця в активах банків та інших фінансових посередників у них не така значна, як у країн, фінансові ринки яких знаходяться на стадії становлення. Серед усіх небанківських фінансових посередників інвестиційні фонди (за вітчизняною законодавчою термінологією – інститути спільного інвестування) найкраще виконують функцію трансформації заощаджень в інвестиції. Саме інститути спільного інвестування стали найуспішнішими небанківськими фінансовими організаціями за останні 10 років, продемонструвавши вражаюче зростання активів, що досягнуло на сьогодні 9% ВВП та перевищило докризове значення майже у 3 рази (на 01.01.2008 – 40 млрд. грн., на 01.01.2012 – 118 млрд. грн.) [3]. З огляду на це розвиткові саме ринку спільного інвестування варто приділити підвищену увагу, оскільки саме він може врівноважити існуючі дисбаланси у вітчизняній фінансовій системі.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні основи функціонування інвестиційних фондів закладено в наукових працях Є. Бріггема [4], М. Міллера [18], Ф. Модільяні [18], В. Шарпа [21]. Дослідженнями сучасних тенденцій функціонування вітчизняного ринку спільного інвестування займаються такі науковці, як Т.Д. Косова [7], І.М. Крейдич [8], С.З. Мошенський [10], І.С. Шура [12] та інші.

Невирішені частини проблеми. Незважаючи на досить широке висвітлення в наукових працях основних принципів діяльності інвестиційних фондів, залишається нерозкритим питання визначення ключових чинників, що формують умови діяльності інститутів спільного інвестування та мають визначальний вплив на формування їхньої інвестиційної політики. Формалізація таких функціональних обмежень дасть змогу оптимізувати діяльність вітчизняних інвестиційних фондів за рахунок її адаптації до умов ринку, на якому здійснюється інвестиційна діяльність.

Метою дослідження є формалізація функціональних обмежень діяльності інститутів спільного інвестування, спричинених специфікою граничних ринків цінних паперів.

У даній статті ми маємо на меті дослідити особливості функціонування національних ринків цінних паперів і виділити спільні риси, що мають визначальний вплив на інвестиційну політику інвестиційних фондів, які функціонують на граничних фондових ринках.

Основні результати дослідження. Слід зазначити, що на розвиток сектору небанківських фінансових організацій, особливо інвестиційних фондів, визначальний вплив має тип ринку, на якому вони функціонують. Україну най-

частіше відносять до групи "Frontier" (наприклад, за класифікацією "Morgan Stanley Capital International" [19]). Звісно, фондовий ринок кожної країни в межах однієї групи має власні специфічні особливості, що залежать не тільки від рівня його розвитку, але й від традицій, які склалися у бізнес-середовищі. Проте, залежно 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 (підгрупа FM СЕЕС) мають найбільше спільних рис з українським фондовим ринком.

З метою ідентифікації функціональних обмежень, що впливають на інвестиційну політику інститутів спільного інвестування, розглянемо детальніше особливості функціонування фондових ринків групи FM СЕЕС.

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 останніх 5 років знизилася з 5,9% до 3,37% [11].

При цьому питома вага позабіржового фондового ринку в інших країнах, ринки яких відносяться до групи FM СЕЕС, також є досить низькою порівняно 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% [16; 20].

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

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 щодо національного ВВП (табл. 1).

Таке низьке відношення обсягів торгів цінними паперами на організованому ринку до ВВП в країнах з граничними ринками свідчить про слабку активність торговців і високу ймовірність монополізації ринку. Окрім того, такий ринок знаходиться у владі маркетмейкерів, що спотворює ринкові принципи функціонування фондового ринку.

Підсумовуючи вищезазначене, можна стверджувати, що адекватність курсоутворення на біржових ринках групи FM СЕЕС є досить низькою, зважаючи на реальну економічну ситуацію в країнах. В умовах граничних ринків інвестиційна політика, орієнтована на фондові індекси, буде неефективною.

По-третє, як правило, країни, в яких ринок цінних паперів знаходиться на стадії розвитку, мають труднощі у пошуках внутрішніх інвесторів. Це обу-

мовлює проблеми залучення додаткових коштів під час активного управління портфелем цінних паперів (висока вартість або тривалий термін залучення). Одним із свідчень нестачі національного капіталу в країні є стабільне позитивне сальдо прямих іноземних інвестицій в економіку країни (табл. 2).

Таблиця 1. Динаміка зміни відношення обсягу торгів цінними паперами до ВВП на організованому ринку в окремих країнах з граничними фондовими ринками та розвиненими ринками, % [13; 14]

Країна	Тип ринку	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Україна	FM СЕЕС	0,31	0,77	1,11	1,41	1,41	0,50	1,52	0,30
Болгарія	FM СЕЕС	2,02	4,80	4,54	13,05	3,19	0,82	0,41	1,08
Хорватія	FM СЕЕС	1,21	1,78	3,66	6,89	4,92	2,24	1,70	0,55
Туреччина	EM	37,59	41,67	42,87	46,73	32,82	39,63	57,34	30,39
Німеччина	DM	51,22	63,23	85,20	101,02	85,44	38,70	42,45	61,14
США	DM	163,85	170,99	249,45	304,49	255,07	332,78	208,85	239,57
Росія	EM	22,14	20,85	51,96	58,05	33,85	55,85	54,04	10,47

Таблиця 2. Динаміка сальдо прямих іноземних інвестицій в окремих країнах з фондовими ринками групи FM СЕЕС та розвиненими ринками в 2005–2010 рр., млрд. дол. США [15]

Країна	Тип ринку	2006	2007	2008	2009	2010
Україна	FM СЕЕС	5,74	9,22	9,90	4,65	5,76
Болгарія	FM СЕЕС	7,58	12,90	9,18	3,54	2,10
Хорватія	FM СЕЕС	3,20	4,71	4,71	1,60	0,48
Туреччина	EM	19,26	19,94	16,96	6,86	7,82
Німеччина	DM	-62,57	-91,14	-76,45	-39,06	-62,23
США	DM	-1,77	-192,88	-18,99	-145,02	-115,13
Росія	EM	6,55	9,16	19,41	-7,17	-9,63

Дана особливість функціонування ринків FM СЕЕС свідчить про можливість виникнення в інвестиційних фондів проблем з формуванням ресурсної бази, особливо довгострокової.

По-четверте, для країн групи FM СЕЕС характерна висока волатильність ринкових курсів (табл. 3), що, у свою чергу, створює видимість нестабільності. Це негативно відображається на схильності населення до інвестування, спонукаючи його до різких, часто недостатньо вмотивованих рухів щодо вибору інструментів вкладень. Така ситуація в цілому знижує ефективність діяльності інститутів спільного інвестування.

Таблиця 3. Коефіцієнт варіації окремих фондових індексів у групі FM СЕЕС та Росії, %, складено на основі розрахунків авторів

Фондові індекси	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ПФТС	11,99	25,77	7,21	7,70	18,55	45,17	32,60	11,63	23,87
ММВБ	17,72	8,48	19,74	9,51	5,65	34,55	23,06	7,05	9,21
СРОВЕХ	4,63	11,05	6,71	16,07	12,65	26,93	14,33	6,81	9,66
BSEBUX	9,60	11,53	12,05	5,68	7,19	20,60	24,06	5,22	14,19

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, а також недосконалості системи захисту прав власників цінних паперів. Так, зокрема, у Великій

Британії та Канаді термін реєстрації переходу права власності на цінні папери складає 1 добу для бездокументарної форми, 2–3 доби – для документарної форми. В Україні ж для зміни власника бездокументарних цінних паперів знадобиться 3 дні, а для документарних – від 14 до 30 днів.

По-шосте, в країнах, фондові ринки яких ідентифікуються як "Frontier markets", фінансова система, як правило, є нестабільною та суттєво залежить від політичних чинників. Так, наприклад, за результатами опитування, проведеного 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 [17]. Це суттєво впливає на обсяги залучення довгострокового інвестиційного капіталу на національних фондових ринках і створює перешкоди для входження іноземного капіталу на них.

По-сьоме, в країнах з фондовими ринками групи "Frontier" спостерігаються 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. 4).

Таблиця 4. Різниця в активах банків та інвестиційних фондів в окремих країнах з фондовими ринками типу "Frontier" станом на 01.10.2011 [14; 22]

Країна	Активи інвестиційних фондів, млн. євро	Активи комерційних банків, млн. євро	Відношення активів банків до активів інвестиційних фондів
Болгарія	226,00	41800,00	184,96
Литва	135,00	25900,00	191,85
Румунія	1871,00	87800,00	46,93
Словенія	1752,00	55147,00	31,48
Україна	11320,00	98015,00	8,66

Така велика різниця в активах комерційних банків та інвестиційних фондів свідчить, що саме банки контролюють переважну частину ринку заощаджень у цих країнах. Таким чином, інвестиційні фонди для здійснення ефективної діяльності зі спільного інвестування мають приділити увагу питанням формування й управління ресурсною базою, основу якої складають саме заощадження домогосподарств. При цьому зауважимо, що в Україні рівень переважання банківських активів над активами інвестиційних фондів є найнижчим, що свідчить про кращий розвиток ринку спільного інвестування в Україні, ніж у інших країнах групи FM СЕЕС.

По-восьме, ринки групи "Frontier" характеризуються низьким рівнем відношення ринкової капіталізації компаній; цінні папери яких обертаються на фондовому ринку, до ВВП (табл. 5).

Це обумовлено такими причинами:

- низькими обсягами капіталу, задіяного в економіці країни в цілому;
- високою продуктивністю праці (високою рентабельністю власного капіталу);
- низьким рівнем сек'юритизації власного та залученого капіталу суб'єктів господарювання;

- низькою активністю національного фондового ринку (як наслідок, переважанням «блакитних фішок» у структурі портфельів більшості торговців цінними паперами).

Таблиця 5. Динаміка ринкової капіталізації лістингових компаній у країнах з граничними, розвиненими і такими, що розвиваються фондовими ринками, % до ВВП [14]

Країна	Тип ринку	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Болгарія	FM	11,38	18,70	32,62	55,10	17,75	15,08	15,25
Хорватія	FM	26,93	29,07	59,14	112,67	38,64	40,67	40,94
Естонія	FM	51,55	25,14	35,91	28,23	8,29	13,91	12,10
Казахстан	FM	9,13	18,42	53,93	39,46	23,29	52,82	42,48
Литва	FM	28,66	31,52	33,87	25,92	7,69	12,03	15,59
Румунія	FM	15,61	20,81	26,73	26,54	9,96	18,82	20,04
Сербія	FM	13,84	21,43	37,59	60,77	24,90	27,05	24,76
Словенія	FM	28,69	22,09	38,98	61,21	21,64	24,27	19,74
Україна	FM	18,15	28,99	39,79	78,31	13,53	14,79	28,61
Сполучені Штати Америки	DM	138,19	134,91	145,66	142,37	81,69	105,76	67,88
Російська Федерація	EM	45,28	71,75	106,85	115,61	23,82	69,99	117,53

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

По-дев'яте, в країнах, фондові ринки яких ідентифікуються як "Frontier markets", рівень довіри населення до небанківських фінансових установ, як правило, є доволі низьким. Ці країни внаслідок 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. Цей чинник 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, можна виділити такі функціональні обмеження, що впливають на ефективність інвестиційної політики інститутів спільного інвестування:

- обмеженість можливостей розширення ресурсної бази;
- необ'єктивність ринкового курсоутворення;
- обмеженість можливостей для залучення інститутами спільного інвестування 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;

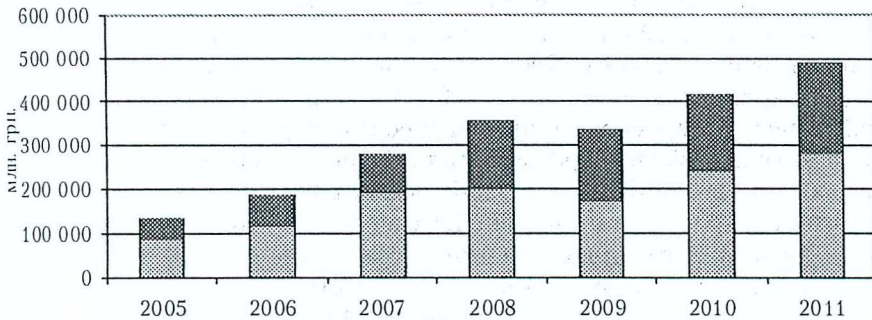
- низька питома вага організованого фондового ринку.

Вищезазначені обмеження створюють суттєві проблеми для ефективного розвитку ринку спільного інвестування. Зокрема, у напрямку формування ресурсної бази виникають такі проблеми:

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

2. Законодавча незахищеність інвесторів при отриманні інститутом спільного інвестування збитків. Це виражається у відсутності ефективного механізму гарантування інвесторам цих фондів збереження їхніх інвестицій (певного аналогу Фонду гарантування вкладів фізичних осіб). Наприклад, у Сполучених Штатах Америки діє спеціальна гарантійна програма Казначейства США з гарантування 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. 1), що ускладнює їх залучення інститутами спільного інвестування (оскільки формувати власні фонди та здійснювати торговельну діяльність на фондовому ринку вони можуть лише в національній валюті).



■ Депозити у національній валюті ■ Депозити в іноземній валюті

Рис. 1. Валютна структура депозитів резидентів України в 2005–2011 рр. [5]

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 щодо підтримки ресурсної бази інститутів спільного інвестування через відсутність довгострокових вкладів, що поглиблюються обмеженістю доступного інструментарію залучення нових ресурсів.

Серед основних спільних проблем управління ризиками при портфельно-му інвестуванні інститутів спільного інвестування на ринках цінних паперів групи FM СЕЕС можна виділити такі:

1. Невисокий рівень капіталізації компаній призводить до звуження можливостей для ефективного диверсифікації портфелю. Ті ж цінні папери, які в

достатній мірі представлені на ринку, як правило, між собою сильно корелюють.

2. Економіки країн, фондові ринки яких ідентифікуються як FM СЕЕС, відчувають дефіцит національного інвестиційного капіталу та характеризуються значною залежністю від зовнішніх інвестицій. Про це свідчать значні позитивні сальдо платіжних балансів цих країн за останні 5 років [15]. Така ситуація обумовлює проблеми у пошуках додаткових джерел фінансування оперативного управління портфелем цінних паперів.

Фондові ринки країн групи FM СЕЕС 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. Насамперед мається на увазі все різноманіття похідних цінних паперів (в Україні законодавством [1; 2] дозволені до обігу ф'ючерсні контракти, опціони, форварди, свопи та варанти, проте через відсутність законодавчої бази з регулювання їх обігу та ринкової практики, вони користуються низькою популярністю серед торговців та емітентів). Через високу ризикованість і складність розробки ефективних механізмів контролю та регулювання ринку деривативів, останні майже не представлені на ринках. Це звужує можливості хеджування інвестиційних ризиків, а отже, ефективність портфельного менеджменту в цілому.

Що стосується управління активами інститутів спільного інвестування, то варто зауважити, що формування їхніх портфелів цінних паперів вимагає потужної інформаційної бази як про емітентів цінних паперів, так і про фондовий ринок в цілому. Проблема асиметрії інформації на ринку цінних паперів є дуже актуальною. З одного боку, високий ступінь розкриття інформації емітентом буде сприяти підвищенню інтересу до його цінних паперів з боку торговців і свідчити про чесність та відкритість такої компанії. З іншого – 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 й 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 є набагато нижчим за аналогічні показники промислово розвинутих країн і навіть нижчим, ніж середнє значення інформаційної прозорості 30 найбільших банків України, що складає 42,7% [6].

Іншим проблемним питанням у функціонуванні 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 достовірна 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 важ-

Таблиця 6. Рейтинг банків України за рівнем інформаційної прозорості, 2010 р. [9]

Назва банку	Місце банку у рейтингу в 2009 р.*	Місце банку у рейтингу в 2010 р.	Бал, %	Структура власності і права акціонерів, %	Фінансова і операційна інформація, %	Склад і структура Спостережної ради і менеджменту, %	Бал у 2009 р., % та динаміка (↑ або ↓)*
ПАТ «Всеукраїнський Акціонерний Банк»	1	1	65,1	83,7	58,8	60,3	71,4 (↓)
ПАТ «Перший Український Міжнародний Банк»	10	2	60,9	66,1	61,2	52,3	55,9 (↑)
ПАТ Комерційний банк «Приватбанк»	5	3	60,3	67,0	60,0	51,5	61,2 (↓)
ПАТ «ОТП Банк»	-	4	58,8	68,2	58,5	47,6	-
ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	7	5	58,8	75,4	54,2	52,4	57,1 (↑)
ПАТ «УніКредит Банк»	-	6	51,4	60,5	50,4	41,0	-
ПАТ «Укресімбанк»	4	7	50,8	63,0	51,0	33,9	62,1 (↓)
ПАТ «Укредобанк»	6	8	49,7	72,0	42,4	42,1	57,4 (↓)
АТ Банк «Фінанси та Кредит»	-	9	46,9	64,7	41,5	41,0	-
АТ «УкрСиббанк»	-	10	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 десятки кращих за рівнем інформаційної прозорості.

ко, особливо тоді, коли країна переживає період посткризових трансформацій.

Враховуючи це, 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, це дасть змогу швидко змінити складові портфеля, тоді, коли економічні прогнози виявляться хибними.

Що стосується управління ліквідністю інститутів спільного інвестування, то характерною особливістю фондових ринків групи FM СЕЕС є мала кількість операцій порівняно з розвинутими ринками або навіть ринками, що розвиваються. Для таких ринків також характерне існування правила закриття біржі за значного зниження 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 їхню кращу капіталізацію, вищі вимоги до фінансової стійкості з боку органів державної влади та більшу диверсифікацію 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 портфелем цінних паперів для забезпечення можливості швидкого реагування на зміни ринкової кон'юнктури.

Висновки. Підсумовуючи розглянуті нами обмеження функціонування фондових ринків групи FM СЕЕС та їхній вплив на ключові підсистеми управління інститутами спільного інвестування, слід зазначити, що врахування даних обмежень в інвестиційній діяльності досліджуваних фінансових посередників і при формуванні їх ресурсної бази є запорукою підвищення готовності інвестиційних фондів до кризових явищ, оскільки дозволяє оптимізувати цільові параметри інвестиційної політики ще на стадії формування самого фонду, а не під час прояву перших ознак кризи.

Окремо хотілося б зазначити, що дані обмеження мають особливе значення для оптимізації ресурсної політики інститутів спільного інвестування, оскільки, враховуючи дані обмеження, можна спрогнозувати якісні параметри ресурсної бази інвестиційного фонду та гармонізувати їх з цільовими орієнтирами інвестиційної політики.

1. Господарський кодекс України від 16.01.2003 №436-IV зі змінами та доповненнями // zakon1.rada.gov.ua.

2. Про цінні папери і фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 №3480-IV // zakon1.rada.gov.ua.

3. Аналітика ICI / Українська асоціація інвестиційного бізнесу // www.uaib.com.ua.
4. Брігем Є. Основи фінансового менеджменту / Пер. з англ. – К.: Молодь, 1997. – 1000 с.
5. Грошово-кредитна статистика / Національний банк України // bank.gov.ua.
6. Исследование информационной прозрачности банков Украины в 2010 г. // S&P. 2010 // www.standardandpoors.com.
7. Косова Т.Д. Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: Монографія. – Донецьк: Норд-Прес, 2008. – 338 с.
8. Крейдич І.М. Оцінка діяльності інститутів спільного інвестування в Україні // Економічний вісник НТУУ «КПІ». – 2009. – №6. – С. 11–18.
9. Кривич Я.М. Управління інноваційним потенціалом банку: Дис... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2010. – 290 с.
10. Мошенський С.З. Моделі державного регулювання діяльності фінансових установ // Фінанси України. – 1995. – №6. – С. 89–98.
11. Річна звітність ДКЦПФР / НКЦПФР // www.nssmc.gov.ua.
12. Шура І.С. Становлення та розвиток інститутів спільного інвестування в Україні // Академічний огляд. – 2009. – №2. – С. 60–66.
13. Annual reports EFAMA's from 2005–2009 // www.efama.org.
14. CEIC Sector Database // www.ceicdata.com.
15. Foreign direct investment / World Bank // datamarket.com.
16. Full stock screener (Pink market) / OTC Markets // www.otcmarkets.com.
17. International Strategic Analysis / Countryrisk // www.countryrisk.com.
18. Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. Amer. Econ. Rev., June: 261–297.
19. Morgan Stanley Capital International // www.msci.com.
20. Over-The-Counter Market Outlook / Market Volume // www.marketvolume.com.
21. Sharp, W. (1999). Portfolio Theory and Capital Markets: The Original Edition. McGraw-Hill Trade. 316 p.
22. Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2011 / Efama // www.efama.org.

Стаття надійшла до редакції 26.03.2012.