

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

ПЛАСТУН В'ЯЧЕСЛАВ ЛЕОНІДОВИЧ

УДК [330.76:330.322]+001.891](043.3)

**МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДІЯЛЬНОСТІ
ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ
НА ФОНДОВОМУ РИНКУ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат дисертації
на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Суми – 2016

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Українській академії банківської справи Міністерства освіти і науки України.

Науковий консультант – доктор економічних наук, професор *Леонов Сергій Вячеславович*, Українська академія банківської справи Міністерства освіти і науки України, проректор.

Офіційні опоненти:

доктор економічних наук, професор *Абакуменко Ольга Вікторівна*, Чернігівський національний технологічний університет Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри фінансової діяльності суб'єктів господарювання і державних установ;

доктор економічних наук, професор *Пишк Богдан Іванович*, Львівський навчально-науковий інститут ДВНЗ “Університет банківської справи” Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри фінансів;

доктор економічних наук, доцент *Кобушко Ігор Миколайович*, Сумський державний університет Міністерства освіти і науки України, професор кафедри фінансів і кредиту.

Захист дисертації відбудеться 24 березня 2016 р. об 11 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 в Українській академії банківської справи за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Української академії банківської справи за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий 24 лютого 2016 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
доктор економічних наук, доцент

Т. Г. Савченко

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. В умовах фінансіалізації економіки, глобалізації та віртуалізації фінансових операцій змінюється функціональне призначення фондового ринку (ФР), його роль у трансформації потоків капіталу. Стабільність розвитку ФР залежить не тільки від впливу макросередовища, узгодженості регуляторних процедур, активності професійних учасників, а й від ефективності діяльності інституційних інвесторів (ІНСІ), зокрема інвестиційних фондів, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, банків. Вплив ІНСІ на ФР в процесі виконання ними посередницьких функцій сприяє його ефективності та підтримує його стабільність, що є запорукою оптимізації діяльності ІНСІ у сфері управління фінансовими активами, збільшення притоку фінансових ресурсів на ФР, обумовлює формування причинно-наслідкових зв'язків між ними, які спричиняють синергетичний ефект в розвитку ІНСІ та ФР.

В Україні, незважаючи на високі темпи приросту обсягів активів ІНСІ (в окремі роки щорічні темпи зростання сягали майже 80-90%), масштаби їх операцій є незначними порівняно з країнами – лідерами світового ФР. Нестабільна економічна кон'юнктура, невисокі обсяги торгів на ФР та високий рівень транзакційних витрат (до 2-3%) стримують активність ІНСІ на цьому ринку та обумовлюють низький рівень ліквідності цінних паперів (ЦП). Нетривалий період функціонування вітчизняних ІНСІ, відсутність відпрацьованих механізмів їх роботи, незначні обсяги залучення ними коштів фізичних осіб (лише 5-15% для окремих інститутів спільного інвестування, 5% для недержавних пенсійних фондів) обумовлюють необхідність розроблення системного підходу до управління їх діяльністю з урахуванням специфічних особливостей вітчизняного ФР.

Фундаментальні засади розвитку фінансового посередництва та портфельного інвестування закладено в працях Ф. Аллена (F. Allen), Я. Аміхада (Y. Amihud), З. Боді (Z. Bodie), Д. Віттаса (D. Vittas), Е. Девіса (E. Davis), А. Деміргук-Кунт (A. Demirguc-Kunt), Е. Елтона (E. Elton), Р. Левіна (R. Levine), Р. Мертона (R. Merton), С. Росса (S. Ross), Дж. Трейнора (J. Treynor), Ю. Фами (E. Fama), У. Шарпа (W. Sharp) та ін. Специфіка розвитку вітчизняного ФР та його впливу на діяльність ІНСІ знайшли відображення у працях вітчизняних науковців, серед яких: О. В. Абакуменко, І. А. Бланк, З. Г. Ватаманюк, О. М. Грабчук, А. Г. Завгородній, І. М. Кобушко, В. В. Корнеєв, Г. В. Кравчук, С. В. Леонов, О. М. Мозговий, В. М. Опарін, А. Г. Пересада, Б. І. Пшик, М. І. Савлук, С. В. Черкасова, І. О. Школьник та ін.

Утім, незважаючи на значну кількість праць зарубіжних та вітчизняних учених з досліджуваної проблематики, не вирішеними остаточно залишається ціла низка теоретичних і прикладних проблем. Подальшого дослідження потребує комплекс питань, пов'язаних з дослідженням взаємного впливу ІНСІ та ФР, їх ролі у забезпеченні структурного та інфраструктурного розвитку ФР; удосконаленням механізмів управління портфелем фінансових інструментів ІНСІ, включаючи процеси портфельної оптимізації та врахування чинників, які ма-

ють переважний вплив на структурні зміни в інвестиційних портфелях ІНСІ. Логічна незавершеність формування цілісного уявлення про стратегічні та операційні аспекти діяльності ІНСІ на ФР України обумовила актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота узгоджується з пріоритетними напрямами науково-дослідних робіт Української академії банківської справи. Пропозиції щодо формування оптимального портфелю акцій банку з іноземним капіталом із “блакитних фішок” українського ФР включено до звіту за темою “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (номер держ. реєстрації 0107U0123112); щодо специфіки операційної роботи ІНСІ на ФР України, а також особливості податкового впливу на ФР та діяльність ІНСІ – за темою “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності” (номер держ. реєстрації 0102U006965); щодо управління інвестиційним портфелем ІНСІ та інвестиційними ризиками (на прикладі страхової компанії) – за темою “Формування страхового ринку України в контексті сталого розвитку” (номер держ. реєстрації 0107U01213); щодо вимірювання рівня стабільності ФР – за темою “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0109U006782).

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розвиток теоретико-методологічних засад та практичного інструментарію обґрунтування та оцінювання взаємозв'язків у розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку для їх врахування при прийнятті інвестиційних рішень.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- уточнити сутність ІНСІ як фінансових посередників, поглибити систему критеріїв класифікації типів ІНСІ;
- доповнити перелік загальних та специфічних функцій ІНСІ з урахуванням їх ролі у забезпеченні ефективного функціонування ФР та цільових пріоритетів;
- систематизувати практичний досвід функціонування ІНСІ в Україні і світі;
- дослідити сутність ФР та його функціональне призначення, поглибити методичний інструментарій прогнозування його розвитку;
- розробити концептуальні засади взаємообумовленості розвитку ФР та ІНСІ;
- розробити методологічне підґрунтя та методичний інструментарій виявлення причинно-наслідкових зв'язків між розвитком ФР та ІНСІ, емпірично визначити домінанту формування взаємного впливу ФР та ІНСІ в Україні;
- дослідити вплив ІНСІ на стабільність розвитку ФР, розробити інтегральний та композитні індикатори оцінювання рівня стабільності ФР;
- сформувати систему критеріїв та обмежень при формуванні інвестиційної стратегії ІНСІ з урахуванням специфіки фінансових активів, емітентів та ринкового середовища;
- обґрунтувати методологічне підґрунтя та методичний інструментарій врахування стадії розвитку економіки при формуванні інвестиційної стратегії ІНСІ;

- удосконалити критеріальну базу портфельної оптимізації ІНСІ;
- розробити модель формування оптимального інвестиційного портфелю ІНСІ з урахуванням впливу екзогенних детермінант їх інвестиційної стратегії;
- удосконалити методичний інструментарій врахування рівня ліквідності фінансових активів при коригуванні структури інвестиційного портфелю ІНСІ;
- розробити науково-методичний підхід до врахування транзакційних витрат на ФР при управлінні інвестиційним портфелем ІНСІ;
- обґрунтувати основні вектори реформування діяльності ФР та ІНСІ в Україні та розробити комплекс відповідних практичних заходів;
- запропонувати методичний підхід до регулювання ФР та ІНСІ в залежності від стадії економічного циклу.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають в процесі трансформації фінансових ресурсів ІНСІ в інструменти ФР.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій інвестиційної діяльності ІНСІ на ФР.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертації складають фундаментальні положення економічної теорії, теорії грошей і кредиту, теорії фінансів та фінансового посередництва, інвестування, сучасної портфельної теорії, а також дослідження вітчизняних і зарубіжних вчених з питань діяльності ІНСІ, портфельного інвестування та тенденцій розвитку ФР.

У роботі відповідно до поставлених завдань використано такі методи дослідження: при обґрунтуванні категоріального апарату – метод наукової абстракції; при дослідженні особливостей розвитку ІНСІ та ФР – методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції; у процесі структуризації функціональних зв'язків між ФР та ІНСІ – системний підхід; при дослідженні факторного впливу на розвиток ФР – багатофакторний аналіз; при аналізі основних тенденцій розвитку ІНСІ – порівняльний та статистичний аналіз; при дослідженні функцій ІНСІ, обґрунтуванні напрямів розвитку ФР та ІНСІ – методи порівняння, групувань, вибірок, логічного узагальнення; при дослідженні взаємного впливу ІНСІ та ФР, оцінювання рівня стабільності ФР, розробленні мультифакторної моделі портфельної оптимізації – економіко-математичне моделювання (регресійний аналіз, авторегресійне моделювання, оптимізаційне моделювання).

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові акти з питань розвитку фінансового і фондового ринків, статистичні дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Міністерства фінансів України, звітно-аналітична інформація Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Всесвітньої федерації бірж, Організації економічного співробітництва і розвитку, Лондонської фондової біржі, результати наукових досліджень щодо діяльності ІНСІ та тенденцій розвитку ФР.

Наукова новизна отриманих результатів полягає у вирішенні проблеми розвитку теоретико-методологічних засад та практичного інструментарію об-

грунтування та оцінювання взаємозв'язків у розвитку ІНСІ та ФР для їх врахування при прийнятті інвестиційних рішень.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційної роботи є такі:
вперше:

- обґрунтовано концептуальні засади взаємообумовленості ФР та ІНСІ шляхом визначення локальних причинно-наслідкових змін, пов'язаних із функціональним взаємним впливом ІНСІ та ФР з урахуванням регуляторних обмежень, а також конкретизовано наслідки цих змін для функціонування фінансового ринку в цілому та діяльності окремих його суб'єктів;
- розроблено методологічні засади прогнозування розвитку ФР залежно від динаміки зміни активів ІНСІ – лідерів ФР, а також обсягу ВВП, рівня інфляція, обсягу валових заощаджень та державного боргу, доходності альтернативних (порівняно з ЦП) напрямів інвестування. Застосування мультирегресійної моделі на даних різних країн світу дозволило: згрупувати ІНСІ залежно від напрямку впливу їх активів на рівень капіталізації ФР та обсяг торгів на ньому; виявити негативний вплив зростання активів банків і страхових компаній та позитивний – інститутів спільного інвестування на зростання обсягу торгів на ФР України;
- розроблено методологічне підґрунтя та методичний інструментарій виявлення причинно-наслідкових зв'язків між розвитком ФР та ІНСІ шляхом формалізації (за допомогою тесту Гренджера) часових лагів у виникненні зв'язку між індикаторами розвитку ФР (капіталізація ФР, обсяг виконаних біржових контрактів, обсяг торгів ЦП, обсяги емісії акцій, облігацій, ЦП інститутів спільного інвестування, обсяг державних ЦП в обігу) та індикаторами розвитку ІНСІ (вартість чистих активів інститутів спільного інвестування, обсяг активів ІНСІ, обсяги активів інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, вкладення ІНСІ в ЦП, обсяг вкладень банків у ЦП). Це дозволило підтвердити гіпотезу про початкову стадію розвитку ФР України внаслідок високого рівня залежності його темпів від ефективності діяльності ІНСІ;
- розроблено мультифакторну модель формування оптимального інвестиційного портфелю ІНСІ з урахуванням впливу екзогенних детермінант інвестиційної стратегії (динаміки розвитку ФР та економіки в цілому, рівня зовнішньої заборгованості країни, заощаджень населення, інфляції та ринкових процентних ставок). Запропонований підхід до портфельної оптимізації за критерієм максимізації модифікованого коефіцієнта Омега дозволяє ІНСІ формувати портфелі фінансових активів, рівень доходності яких перевищує доходність провідних українських інвестиційних фондів;

удосконалено:

- методологічне підґрунтя та методичний інструментарій оцінювання рівня стабільності ФР шляхом розроблення інтегрального та композитних індикаторів, які узагальнюють динамічні зміни статистичних характеристик волатильності обсягів загальних та біржових торгів ЦП, питомої ваги біржових

торгів ЦП у загальному обсязі торгів ЦП, капіталізації лістингових компаній, обсягу інвестицій у ЦП, індексу ПФТС, сумарної вартості активів ІНСІ та сумарних їх вкладень в ЦП. Це дозволило розробити чотирьохрівневу градацію індикаторів стабільності ФР та визначити її рівень в Україні як середній з наявністю низхідного тренду;

- методологічні засади формування інвестиційної стратегії ІНСІ шляхом доповнення переліку її традиційних цільових критеріїв (дохідність, ризик) додатковими (ліквідність, часовий горизонт), а також конкретизації обмежень при її формуванні та реалізації (обумовлених дією регуляторів, об'єктивними особливостями діяльності ІНСІ, специфікою фінансового активу, емітента та ринкового середовища). Це дозволило конкретизувати специфіку взаємного впливу ФР та ІНС в процесі портфельної оптимізації;
- методологію управління інвестиційним портфелем ІНСІ шляхом обґрунтування необхідності використання в якості цільового критерію портфельної оптимізації модифікованого коефіцієнта Омега та розроблення механізму його розрахунку, що дозволяє врахувати весь спектр функцій розподілу дохідності фінансових активів, встановити цільовий рівень дохідності оптимізованого портфелю та забезпечити пеналізацію тих ЦП, рівень ризику яких створює для інвестора інформаційну асиметрію;
- науково-методологічні засади врахування стадії розвитку економіки при формуванні інвестиційних стратегій ІНСІ шляхом розроблення імітаційної моделі, яка дозволяє формалізувати пріоритетні напрями змін в структурі інвестиційного портфелю ІНСІ для кожної з цих стадій, враховує характер (контриклічний, проциклічний або підтримуючий) реакції індикаторів дохідності та ризику фінансових активів на перехід до наступної стадії;
- методичний інструментарій врахування ліквідності окремих фінансових активів при коригуванні структури інвестиційного портфелю ІНСІ, що запропоновано здійснювати на основі рейтингу емітентів, побудованого за допомогою методу головних компонент за системою одномірних та багатомірних індикаторів ліквідності ЦП та ФР в цілому. Це дозволяє конкретизувати вибір загальної стратегії управління інвестиційним портфелем ІНСІ (активна, пасивна, активно-пасивна);

набули подальшого розвитку:

- трактування сутності ІНСІ як фінансових посередників, які розміщують залучені грошові кошти фізичних і юридичних осіб (акумульовані у фонди грошових коштів) в інструменти фінансового ринку та інші активи з метою отримання прибутку шляхом формування портфелів таких активів на принципах диверсифікації вкладень і захисту їх від втрат, забезпечення стабільного рівня доходу, досягнення інших інвестиційних цілей. Такий підхід конкретизує типи активів, в які розміщуються вільні фінансові ресурси ІНСІ, робить акцент на принципах їх роботи та створює підґрунтя для розширення класифікації ІНСІ за способом залучення капіталу ІНСІ, пріоритетністю інвестиційної діяльності та цільовими орієнтирами;

- методологічні засади обґрунтування функціонального призначення ІНСІ шляхом доповнення: 1) їх загальних функцій з урахуванням їх ролі у забезпеченні ефективного функціонування ФР – функціями забезпечення достатнього рівня ліквідності ФР, зниження транзакційних витрат в процесі трансформації неліквідних активів у ліквідні зобов'язання, участі в управлінні діяльністю інших суб'єктів господарювання; 2) їх специфічних функцій з урахуванням цільових пріоритетів: для інститутів спільного інвестування – функцією підтримки ліквідності власних зобов'язань; для недержавних пенсійних фондів – захисною та гарантійною функціями; для страхових компаній – інформаційною та інноваційною функціями;
- науково-методичний підхід до врахування транзакційних витрат на ФР при управлінні інвестиційним портфелем ІНСІ шляхом розроблення алгоритму періодичного коригування його структури виходячи з обсягів комісійних витрат, розміру цінового спреда та витрат, пов'язаних з обмеженістю пропозиції на ФР (лімітована ліквідність). Це дозволило кількісно виміряти обсяг прямих та непрямих транзакційних витрат на українському ФР, обґрунтувати неефективність перегляду структури портфельів вітчизняних ІНСІ у короткострокових періодах та в обсязі більше 25%, недоцільність дотримання ними стратегії активного управління портфелем ЦП при поточному стані розвитку ФР;
- науково-методичні засади узгодження напрямків розвитку ФР та ІНСІ шляхом обґрунтування основних векторів та практичних механізмів реформування їх діяльності в Україні, зокрема щодо розширення ресурсної бази ІНСІ, нормативно-правового забезпечення діяльності ІНСІ та ФР, регуляторної роботи на ФР, інфраструктурного розвитку ФР, захисту прав інвесторів, забезпечення ліквідності торгів на ФР, що створює наукове підґрунтя для формування основних засад розвитку ФР України;
- науково-методичний підхід до формування системи заходів щодо регулювання діяльності ІНСІ на ФР, який передбачає їх диференціацію в залежності від фази економічного циклу, що дозволяє знизити загальну волатильність ФР, підвищити надійність ІНСІ та рівень їх довіри до ринку, забезпечити формування конкурентного ринкового середовища.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що основні наукові положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій, що можуть бути використані Кабінетом Міністрів України при внесенні змін до Податкового Кодексу України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України – при розробленні концепції розвитку ФР України, ІНСІ – при управлінні портфелями фінансових активів.

Висновки та рекомендації щодо використання мультифакторної моделі портфельної оптимізації застосовуються в практичній діяльності фінансової компанії ТОВ “Фінтайм” (довідка від 28.09.2015 № 33/15); щодо оцінки рівня ліквідності ЦП – фінансової компанії ТОВ “ЕФ ІКС ПРИВАТ КАМПАНІ ЛТД” (довідка від 15.10.2015 № 1-1510/5); щодо портфельної оптимізації в залежності

від фази економічної активності – компанії з управління активами “АРТ КАПІТАЛ Менеджмент” (довідка від 06.10.2015 № 188/15); щодо факторів екзогенного та ендогенного впливу на ризиковість фінансових активів – ТОВ “Рейтингове агентство “ІВІ-Рейтинг”” при прийнятті рішень про присудження кредитного рейтингу (довідка від 20.10.2015 № 10/334); щодо врахування транзакційних витрат в процесі оптимізації інвестиційного портфелю страхової компанії – ПрАТ СК “Альфа Страхування” (довідка від 17.09.2015 №17-09-15/2).

Отримані результати використовуються у навчальному процесі Української академії банківської справи при викладанні дисциплін: “Фінансовий ринок”, “Ринок фінансових послуг”, “Фінансове посередництво” (акт від 28.09.2015).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є завершеною науковою роботою. Наукові положення, висновки, рекомендації і розробки, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях. Результати, опубліковані дисертантом у співавторстві, використані у дисертаційній роботі лише в межах його особистого внеску.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та практичні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (2012 р., м. Суми), “Економіка і управління: досягнення та перспективи” (2012 р., м. Одеса), “Особливості економічних процесів в умовах фінансової нестабільності” (2012 р., м. Львів), “Фінанси України: глобальні та національні імперативи розвитку” (2012 р., м. Дніпропетровськ), “Сучасні проблеми інвестиційної діяльності України” (2013 р., м. Київ), “Актуальні проблеми теорії і практики менеджменту в умовах трансформації економіки” (2013 р. м. Рівне), “Модернізація та суспільний розвиток економіки країни” (2013 р. м. Сімферополь), “Динаміка наукових досліджень” (2013 р. м. Перемишль) та ін.

Крім того, результати дисертації оприлюднено на всеукраїнських науково-практичних конференціях, серед яких: “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (2010 р., м. Суми), “Проблеми розвитку соціально-економічних систем: підприємництво, глобалізація, економічне зростання” (2011 р., м. Дубно), “Фінансово-економічні проблеми сучасного світу: шляхи і перспективи їх вирішення на мікро-, макро- та мегарівнях” (2013 р. м. Кременчук), “Економічні та організаційні проблеми управління в сучасних умовах” (2014 р., м. Брянськ) та ін.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 60 наукових працях загальним обсягом 72,2 друк. арк., з яких особисто автору належить 46,7 друк. арк., у тому числі 1 одноосібна монографія, розділи в 3 колективних монографіях, 30 статей у фахових наукових виданнях України (з яких 15 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз, 3 – в електронних виданнях), 5 статей у зарубіжних наукових виданнях, 16 публікацій у збірниках тез доповідей наукових конференцій, розділи у 2 колективних навчальних посібниках.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 474 сторінки, у т. ч. основного тексту 373 сторінки, 102 таблиці, 29 рисунків, 30 додатків, список літератури з 562 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі **“Теоретичні засади та практичний досвід діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку”** досліджено сутність фінансового посередництва та ФР; поглиблено підхід до визначення сутності ІНСІ, їх класифікаційних ознак та функцій; систематизовано досвід функціонування ІНСІ в Україні і світі; розроблено модель для прогнозування динаміки розвитку ФР.

В роботі узагальнено наукові засади фінансового посередництва в контексті його ролі у формуванні моделі розвитку фінансового ринку, перерозподілі фінансових ресурсів між споживачами і постачальниками фінансового капіталу. Відповідно до усталеного розуміння однією з найбільш важливих груп фінансових посередників вважаються ІНСІ.

Систематизація науково-методичних підходів до дослідження сутності ІНСІ показала, що основними з них можна вважати такі: 1) функціональний (акцент на основних функціях ІНСІ як фінансових посередників); 2) типологічний (конкретизація типів ІНСІ); 3) ресурсний (акцент на напрямках розміщення фінансових ресурсів ІНСІ); 4) цільовий (акцент на цільових орієнтирах діяльності ІНСІ); 5) управлінський (акцент на управлінні інвестиційними портфелями ІНСІ). Аналіз засвідчив, що кожен з них дає лише фрагментарний погляд на сутність ІНСІ, що не відповідає їх природі.

Виходячи з цього в роботі запропоновано розглядати ІНСІ як фінансових посередників, які розміщують залучені грошові кошти фізичних і юридичних осіб (акумуляовані у фонди грошових коштів) в інструменти фінансового ринку та інші активи з метою отримання прибутку шляхом формування портфелів таких активів на принципах диверсифікації вкладень і захисту їх від втрат, забезпечення стабільного рівня доходу, досягнення інших інвестиційних цілей. Такий підхід відрізняється від існуючих підходів конкретизацією типів активів, в які розміщуються вільні фінансові ресурси ІНСІ, акцентом на принципах їх роботи, а також на тому, що вони формують і використовують кошти як фізичних, так і юридичних осіб.

Деталізоване дослідження характеристик існуючих типів ІНСІ дозволило здійснити їх узагальнену класифікацію із виділенням таких ознак: характер діяльності; суб'єкти – постачальники коштів; джерела фінансових ресурсів; юридичний статус; строковість вкладень; напрями інвестування і обмеження; частота прийняття управлінських рішень; схильність до ризику; резидентність; географічна спрямованість здійснення інвестицій; вид регулятора. Водночас, враховуючи відмінності запропонованого підходу до трактування сутності ІНСІ від існуючих підходів, зокрема, щодо орієнтирів в їх діяльності, а також джерел

формування ресурсів, виникає необхідність доповнення їх узагальненої класифікації новими класифікаційними ознаками.

У роботі запропоновано класифікувати ІНСІ також за:

- 1) способом залучення капіталу (наприклад, інститути спільного інвестування залучають ресурси виключно шляхом емісії пайових ЦП, тоді як ризикові страхові компанії або банки такої можливості не мають, а залучають кошти через надання послуг; в свою чергу, недержавні пенсійні фонди та лайфові страхові компанії формують свою ресурсну базу шляхом укладання пенсійних контрактів та контрактів зі страхування життя та ін.);
- 2) пріоритетністю інвестиційної діяльності (вона є первинним пріоритетом для інститутів спільного інвестування, а для всіх інших – вторинним);
- 3) цільовими орієнтирами діяльності (отримання прибутку (переважно для банків та інститутів спільного інвестування), збереження коштів (переважно для лайфових страховиків та недержавних пенсійних фондів, управління коштами (переважно для інститутів спільного інвестування).

Систематизація функцій ІНСІ дозволяє згрупувати їх таким чином:

- 1) загальні функції, які виконують всі ІНСІ як фінансові посередники. Для того, щоб підкреслити роль ІНСІ у забезпеченні ефективного функціонування ФР, цю групу функцій запропоновано доповнити функціями забезпечення достатнього рівня ліквідності ФР, зниження транзакційних витрат в процесі трансформації неліквідних активів у ліквідні зобов'язання, участі в управлінні діяльністю інших суб'єктів господарювання;
- 2) специфічні функції, які характеризують особливості окремих типів ІНСІ. Для того, щоб підкреслити специфічні відмінності різних типів ІНСІ саме з позиції цільових пріоритетів, цю групу функцій запропоновано доповнити: для інститутів спільного інвестування – функцією підтримки ліквідності власних зобов'язань; для недержавних пенсійних фондів – захисною та гарантійною функціями; для страхових компаній – інформаційною та інноваційною функціями.

У роботі систематизовано існуючі науково-методичні підходи до визначення сутності та функціонального призначення ФР, його взаємозв'язку з іншими сегментами фінансово ринку, його суб'єктів та об'єктів. В роботі ФР розглядається з позиції його основної мети – перерозподілу фінансового капіталу між емітентами та інвесторами шляхом емісії ЦП. Важливими інвесторами на ФР є ІНСІ, які формують портфелі ЦП на принципах диверсифікації вкладень, збереження реальної вартості активів, забезпечення стабільності доходу тощо.

Дослідження динаміки розвитку вітчизняного ФР за останні 15 років засвідчило, що вона є позитивною, особливо на його біржовому сегменті. Найбільшим попитом серед інвесторів користуються такі види ЦП як державні облигації, інвестиційні сертифікати інститутів спільного інвестування та акції. Аналіз особливостей функціонування різних типів ІНСІ в Україні показав, що за обсягами активів та вкладень у ЦП безумовними лідерами є банки, незважаючи на те, що операції з ЦП для них не є первинним пріоритетом. Що стосується

інститутів спільного інвестування, то динаміка їх активів є позитивною, але менше половини з них розміщено в ЦП, причому їх дохідність у 2011-2012 рр. була від'ємною. Вітчизняні страхові компанії мають значно менший обсяг активів порівняно навіть з інститутами спільного інвестування, а питома вага страхових резервів, розміщених у ЦП, складає менше 60 %. Недержавні пенсійні фонди в Україні взагалі поки що не можна розглядати як вагомий суб'єкт на ФР.

На відміну від України, в світі ІНСІ здійснюють значно більший вплив на розвиток ФР (більше 75 % їх активів інвестується саме у ЦП, причому переважно в акції та облігації). Найбільш потужними є пенсійні фонди (обсяг їх активів складає близько 34 трлн. дол. США), страхові компанії та інвестиційні фонди (обсяг активів кожного з цих типів ІНСІ складає більше 26 трлн. дол. США), тоді як суверенні фонди, фонди прямих інвестицій та хеджеві фонди мають значно менші обсяги активів.

Відмінності у складі ІНСІ – лідерів ФР за обсягами активів в Україні та інших країнах світу мають бути враховані при дослідженні та прогнозуванні динаміки розвитку ФР. Для вирішення цього завдання в роботі запропоновано мультирегресійну модель (рис. 1) залежності факторів екзогенного впливу (обсяг ВВП, інфляція, валові заощадження та державний борг, дохідність альтернативних напрямів інвестування порівняно з ЦП) та ендогенного впливу (обсяги активів ІНСІ – найвагоміших гравців на ФР) на індикатор динаміки розвитку ФР (в Україні – обсяг торгів на ФР, в інших країнах – капіталізація ФР).

Досліджувані країни згруповано в 5 груп залежно від напрямку впливу активів трьох основних типів ІНСІ – лідерів ФР на індикатор динаміки розвитку ФР: група I – вплив всіх типів ІНСІ є позитивним; групи II, III та IV – вплив одного з трьох типів ІНСІ є негативним (відповідно в групі II – інвестиційних фондів, в групі III – страхових компаній, в групі IV – пенсійних фондів), а двох інших – позитивним; група V – вплив одного з трьох типів ІНСІ є позитивним, а двох інших – негативним. Україна потрапила до V групи країн (разом з Мексикою, Нідерландами, Чилі та Японією). Проведене групування показало, що вплив активів банків та страхових компаній на розвиток ФР є негативним, а інститутів спільного інвестування – позитивним.

Екстраполяція виявлених тенденцій у розвитку ФР України (станом до 2012 р.) на наступні 3 роки (2013-2015 рр.) довела правильність прогнозу щодо уповільнення темпів зростання обсягів торгів на ФР, що позначилося на показниках діяльності ІНСІ – динаміці активів, структурі інвестиційних портфелів, кількості самих ІНСІ тощо. Оскільки реальні дані щодо тенденцій розвитку вітчизняного ФР цілком підтвердили результати моделювання, то можна стверджувати про високі прогностичні властивості побудованої моделі та обґрунтованість її практичного застосування.

Перевірка побудованої моделі на адекватність (за t -критерієм Стьюдента, коефіцієнтом детермінації та критерієм Фішера) засвідчила її валідність. Результати моделювання підтвердили наявність впливу ІНСІ на розвиток ФР, що обумовлює необхідність детального дослідження їх системних взаємозв'язків.



Рисунок 1 – Етапи прогнозування розвитку ФР

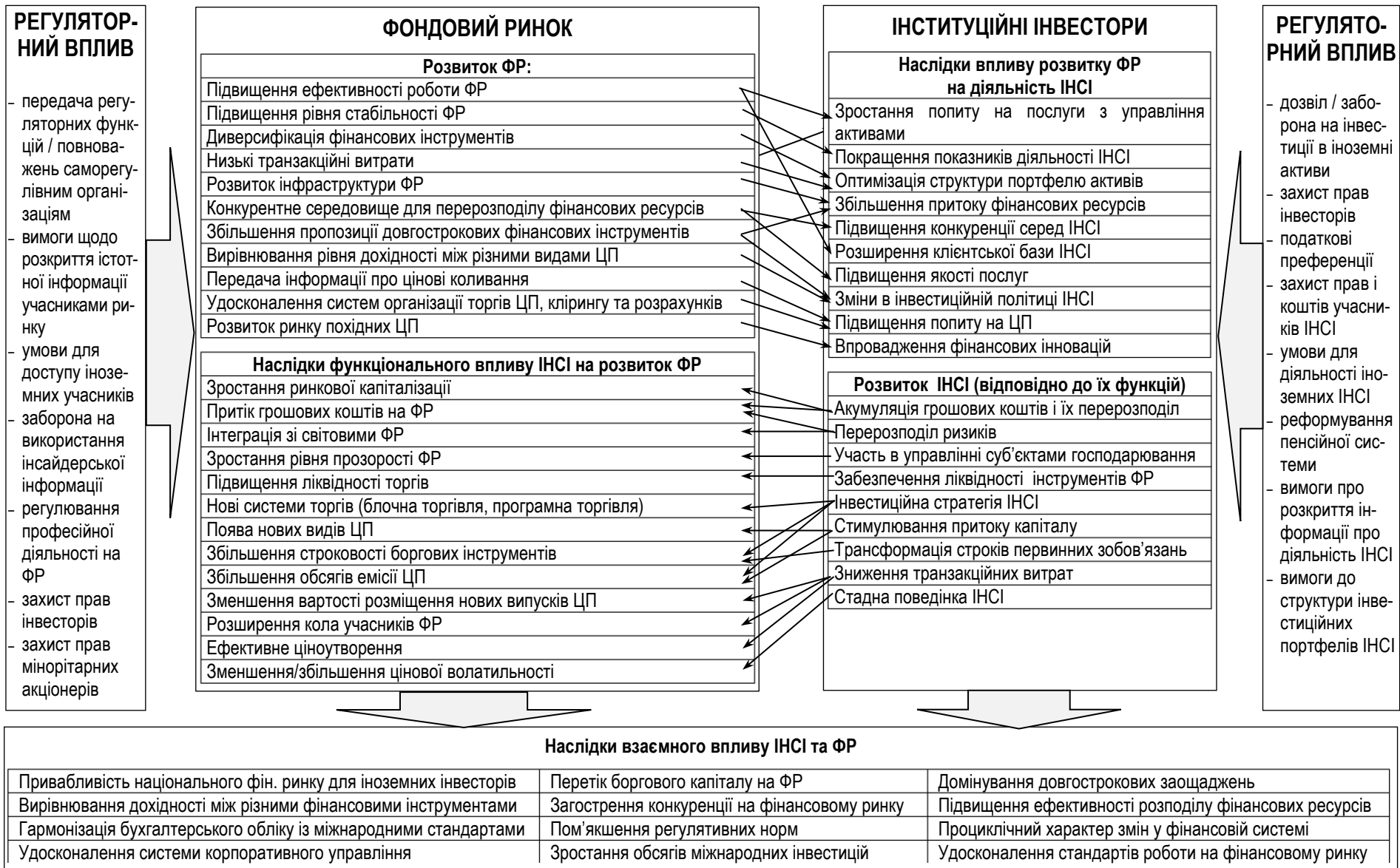
У другому розділі “**Методологічні засади дослідження взаємозв’язків у розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку**” розроблено концептуальні засади взаємообумовленості розвитку ФР та ІНСІ; розроблено методологію виявлення причинно-наслідкових зв’язків між розвитком ФР та ІНСІ, визначено домінанту формування взаємного впливу ФР та ІНСІ в Україні; досліджено вплив ІНСІ на стабільність розвитку ФР, запропоновано інтегральний та композитні індикатори оцінювання рівня стабільності ФР.

В роботі доведено взаємозалежність між ФР та ІНСІ, причому їх взаємний причинно-наслідковий вплив призводить до значних змін не тільки в їх функціонуванні, а й в діяльності фінансового ринку в цілому та всіх його учасників. Функціональний взаємовплив ІНСІ на ФР та в зворотному напрямку обумовлюється та підсилюється також втручанням з боку регуляторних органів. Одними з найбільш значущих результатів взаємодії між ФР та ІНСІ є: підвищення конкуренції серед ІНСІ; формування попиту на інструменти ринку капіталу; зменшення транзакційних витрат та витрат на розміщення нових випусків ЦП; оптимізація структури портфелів фінансових інструментів ІНСІ; впровадження фінансових інновацій на ФР; покращення інфраструктури ФР; підвищення ліквідності торгів на ФР; підвищення ролі ІНСІ у корпоративному управлінні суб’єктами господарювання тощо. Схематично концептуальні засади взаємообумовленості ФР та ІНСІ представлено на рис. 2.

Досліджуючи взаємний вплив ФР та ІНСІ, слід перш за все визначитися з домінантою формування цього впливу саме в Україні: ефективність діяльності ІНСІ стає каталізатором активізації розвитку ФР або, навпаки, розвиток інституційного середовища та кон’юнктури ФР є поштовхом для активізації діяльності ІНСІ. Найбільш адекватним математичним інструментарієм для формалізації причинно-наслідкових зв’язків між часовими рядами даних є тест Гренджерра, який в роботі застосовано для виявлення двостороннього впливу між індикаторами розвитку ФР (капіталізація ФР, обсяг виконаних біржових контрактів, обсяг торгів ЦП, обсяги емісії акцій, облігацій, ЦП інститутів спільного інвестування, обсяг державних ЦП в обігу) та індикаторами розвитку ІНСІ (вартість чистих активів інститутів спільного інвестування, обсяг активів ІНСІ, обсяги активів інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, вкладення ІНСІ в ЦП, обсяг вкладень банків у ЦП).

Моделювання засвідчило, що в Україні причиною динамічних змін є розвиток ІНСІ, а наслідком – розвиток ФР, тобто майже всі ІНСІ мають односторонній вплив на обсяги торгів ЦП, їх емісію та кількість в обігу, і цей вплив фіксується не одномоментно, а протягом доволі тривалого періоду (одразу протягом кількох часових лагів). Натомість, зміни в індикаторах ФР обумовлюють зміну лише обмеженої кількості показників розвитку ІНСІ.

Важливим результатом даного дослідження є також ідентифікація стадії розвитку, на якій перебуває ФР України: відповідно до гіпотези Д. Віттаса, на початковій стадії діяльність ІНСІ буде каталізатором розвитку ФР, а на стадії зрілості він сам виступає детермінантою розвитку ІНСІ.



Ті фактори, між якими в результаті моделювання виявився вплив, представлено в табл. 1 (інформативним є момент часу, коли цей вплив проявляється та стає максимальним, а також перевищення критичного значення F-статистики, що підтверджує адекватність отриманих результатів).

Таблиця 1 – Характеристика причинно-наслідкових зв'язків між розвитком ФР та ІНСІ

Характеристики причинно-наслідкових зв'язків		Часовий лаг (номер місяця / кварталу)		Значення F-статистики	
Показник, зміна якого є причиною	Показник, зміна якого є наслідком	Вплив існує	Вплив максимал.	Фак-тичне	Кри-тичне*
<i>Прояв лагів – щомісячно</i>					
Вплив ФР на ІНСІ (активізація розвитку ФР – причина, а активізація розвитку ІНСІ – наслідок)					
Обсяги біржових контрактів	Активи інститутів спільного інвестування	8		2,84	2,16
Обсяги біржових контрактів	Обсяг вкладень банків у ЦП	7		2,73	2,12
Капіталізація ФР	Активи інститутів спільного інвестування	6-8	8	9,56	2,16
Вплив ІНСІ на ФР (активізація розвитку ІНСІ – причина, а активізація розвитку ФР – наслідок)					
Активи інститутів спільного інвестування	Обсяги біржових контрактів	1-4, 6-7	6	3,15	2,08
Обсяг вкладень банків у ЦП	Обсяги біржових контрактів	1-3	1	18,97	1,94
Обсяг вкладень банків у ЦП	Капіталізація ФР	1-5	5	3,26	2,03
<i>Прояв лагів – щоквартально</i>					
Вплив ФР на ІНСІ (активізація розвитку ФР – причина, а активізація розвитку ІНСІ – наслідок)					
Емісія облігацій	Обсяг вкладень банків у ЦП	1		2,86	2,16
Емісія державних облігацій	Обсяг вкладень банків у ЦП	1-4	2	6,12	2,19
Обсяги торгів ЦП	Обсяг вкладень банків у ЦП	1		2,89	2,16
Емісія облігацій	Активи страхових компаній	4		2,79	2,28
Емісія Інвестиційних сертифікатів інститутів спільного інвестування	Активи інститутів спільного інвестування	3		2,49	2,23
Емісія державних облігацій	Активи інститутів спільного інвестування	1-4	3	4,144	2,23
Обсяги торгів ЦП	Активи недержавних пенсійних фондів	1-4	1	5,426	2,16
Вплив ІНСІ на ФР (активізація розвитку ІНСІ – причина, а активізація розвитку ФР – наслідок)					
Активи ІНСІ	Обсяги біржових контрактів	1		3,77	2,85
Вкладення ІНСІ в ЦП	Обсяги біржових контрактів	1-2	1	3,77	2,85
Обсяг вкладень банків у ЦП	Емісія облігацій	4		9,84	2,28
Обсяг вкладень банків у ЦП	Емісія акцій	3		2,85	2,23
Обсяг вкладень банків у ЦП	Обсяги торгів ЦП	1-4	4	73,11	2,28
Обсяг вкладень банків у ЦП	Емісія Інвестиційних сертифікатів інститутів спільного інвестування	2-4	2	14,14	2,19
Активи інститутів спільного інвестування	Емісія державних облігацій	1		4,26	2,16
Активи інститутів спільного інвестування	Обсяги торгів ЦП	1-2	1	4,99	2,16
Активи страхових компаній	Емісія державних облігацій	1-2, 4	1	7,13	2,16
Активи страхових компаній	Обсяги торгів ЦП	4		2,31	2,28
Активи недержавних пенсійних фондів	Емісія облігацій	4		2,32	2,28
Активи недержавних пенсійних фондів	Емісія державних облігацій	1-2, 4	1	6,02	2,16
Активи недержавних пенсійних фондів	Обсяги торгів ЦП	1-2	1	4,99	2,16
Активи недержавних пенсійних фондів	Інвестиційні сертифікати інститутів спільного інвестування	3-4	3	3,88	2,23

* Критичне значення наведено для виявленого часового лагу

Отримані результати є емпіричним підтвердженням висновку про початкову стадію розвитку ФР України.

В роботі доведено, що активність ІНСІ на ФР призводить до структурних та інфраструктурних змін на фінансовому ринку в цілому, але рівень активності зменшується в умовах нестабільності ФР. Обґрунтовано, що домінування та активний розвиток ІНСІ на початковій стадії розвитку ФР є причиною підвищеної волатильності цін на фінансові інструменти і призводить до погіршення стану ринків в цілому. З іншого боку, за умов існування високорозвиненого ФР (не беручи до уваги періоди фінансових криз) активізація діяльності ІНСІ, навпаки, сприяє вирівнюванню цін до рівноважного рівня.

У колі проблем, пов'язаних з дослідженням взаємообумовленості функціонування ІНСІ та ФР, важливе місце має обґрунтування впливу ІНСІ на стабільність його розвитку, яка визначається, передусім, волатильністю цін на активи. В Україні динамічні зміни у капіталі ІНСІ не є тригером коливання цін на фондові інструменти. В роботі цей висновок зроблено на основі розрахунку коефіцієнта кореляції між обсягами притоку/відтоку капіталу інститутів спільного інвестування та рівнем доходності індексу Української біржі. Він склав 0,20 (що свідчить про відсутність суттєвого зв'язку), а із врахуванням часових лагів, спричинених трансформацією структури інвестиційних портфелів ІНСІ як реакцією на зміни фондового індексу – ще менше (з лагом в 1 місяць – 0,01, 2 місяці – 0,16, 3 місяці – 0,28, 4 місяці – 0,49, 5 місяців – 0,08).

В роботі запропоновано розраховувати інтегральний показник як середнє за період значення трьох статистичних коефіцієнтів (стабільності тенденції в динаміці, варіації та кореляції рангів Спірмана) для обсягів торгів ЦП та біржових торгів ЦП, питомої ваги біржових торгів ЦП у загальному обсязі торгів ЦП, капіталізації лістингових компаній, обсягів інвестицій у ЦП, індексу ПФТС, сумарної вартості активів ІНСІ та сумарних вкладень ІНСІ в ЦП. Оскільки для кожного з використовуваних статистичних коефіцієнтів існує усталена чотирирівнева градація, яка свідчить про стабільність досліджуваних процесів, то висновок про рівень стабільності ФР також запропоновано робити залежно від потрапляння розрахованого значення інтегрального показника у відповідний діапазон: [0; 1] – ФР є нестабільним, (1; 2] – низький, (2; 3] – середній, (3; 4] – високий рівень стабільності ФР.

Розрахунки для України в цілому за 2005-2013 рр. засвідчили, що інтегральний індикатор стабільності ФР склав 2,8, що відповідає середньому рівню стабільності ФР.

Аналогічний підхід застосовано при дослідженні кожного з показників розвитку ФР. Результати розрахунку композитних індикаторів за п'ятирічні періоди представлено в табл. 2.

Аналіз цих даних свідчить про поступове зменшення рівня стабільності ФР України практично за всіма показниками, що поступово наближає загальний рівень стабільності ФР до низького. Цей факт має враховуватися ІНСІ при виборі інструментів ФР для формування інвестиційних портфелів.

Таблиця 2 – Динаміка композитних індикаторів стабільності ФР України залежно від зміни окремих показників його розвитку

Період	Обсяг торгів ЦП до ВВП	Обсяг біржових торгів ЦП до ВВП	Питома вага біржових торгів у загальному обсязі торгів ЦП	Капіталізація лістингових компаній до ВВП	Залучення інвестицій у цінні папери до ВВП	Індекс ПФТС	Сумарна вартість активів ІНСІ до ВВП	Сумарні вкладення ІНСІ у цінні папери до ВВП	Середнє за період
2005-2009	3,3	3,3	3,3	2,3	3,3	2,3	2,7	2,3	2,9
2006-2010	3,7	2,7	3,0	2,7	3,3	3,0	3,3	3,3	3,1
2007-2011	3,3	2,3	3,0	2,3	3,0	2,7	3,7	3,7	3,0
2008-2012	3,0	2,3	2,7	2,7	2,3	2,3	3,3	3,0	2,7
2009-2013	2,7	1,7	2,0	2,3	2,0	2,0	3,0	2,7	2,3
Середнє за показниками	3,2	2,5	2,8	2,5	2,8	2,5	3,2	3,0	2,8

Наприклад, показники, які стосуються біржових торгів на ФР (обсяг біржових торгів, капіталізація лістингових компаній, індекс ПФТС), мають найменші значення, що свідчить про недостатній рівень стабільності організованого ФР. Показники, пов'язані із ІНСІ, навпаки, є значно вищими (3,0-3,2), що свідчить про їх вагомий внесок у стабільність ФР України в цілому.

У третьому розділі **“Розвиток методології формування інвестиційних стратегій інституційних інвесторів на фондовому ринку”** досліджено еволюцію підходів до формування інвестиційних стратегій ІНСІ, обґрунтовано можливість їх застосування в Україні, визначено основні детермінанти їх формування, обґрунтовано методологію врахування стадії розвитку економіки при виборі цих стратегій.

В роботі узагальнено еволюцію методологічних підходів та моделей формування інвестиційних стратегій ІНСІ. Відповідно до традиційного підходу, фундаментальні основи якого закладені в моделях Г. Марковіца, У. Шарпа, Дж. Трейнора, найбільш поширеними критеріями прийняття стратегічних інвестиційних рішень є співвідношення між дохідністю та ризиком активів. Водночас, як показано на рис. 3, враховуючи динамічний характер кон'юнктури ФР, цінові коливання ЦП, орієнтація лише на ризик та дохідність як на базові критерії формування інвестиційних стратегій ІНСІ є недостатньою.

Виходячи з цього, як видно з рис. 3, до складу базових критеріїв запропоновано включити також ліквідність (оскільки ІНСІ вносять зміни до інвестиційних портфелів) та фактор часу (оскільки ІНСІ можуть включати до портфелів інструменти з різними термінами існування).

В роботі для кожного типу ІНСІ визначено індивідуальні особливості обрання стратегічних орієнтирів при формуванні інвестиційних стратегій. Так, для пенсійних фондів важливим є збереження реальної вартості фінансових активів, тому їх стратегія інвестування є консервативною із домінуванням низькодохідних, але високонадійних фінансових активів, які можуть мати невисоку ліквідність, адже основні зобов'язання пенсійного фонду є довгостроковими.



Рисунок 3 – Детермінанти формування інвестиційної стратегії ІНСІ

При формуванні інвестиційних стратегій ІНСІ слід враховувати обмеження, які в роботі згруповано наступним чином:

- 1) обмеження, обумовлені об'єктивною специфікою відповідного типу ІНСІ як фінансового посередника (щодо складу активів, пріоритетних операцій, структури портфелю тощо) та регуляторними вимогами до його діяльності (щодо питомої ваги окремих фінансових активів у портфелі, оподаткування тощо). Для кожного типу ІНСІ сформовано систему цих обмежень для України;
- 2) обмеження, обумовлені специфікою фінансового активу та його емітента, а також ринкового середовища, в якому функціонує емітент. В межах цієї групи запропоновано розглядати екзогенні та ендогенні обмеження, які обумовлені кон'юнктурою економічного середовища та ФР, динамічними змінами індикативних показників інвестиційної привабливості емітента та його фінансових активів, у тому числі на перспективу, змінами їх кредитних рейтингів.

Якщо обмеження першої групи є фундаментом для побудови базових інвестиційних стратегій ІНСІ, то моніторинг динамічних змін факторів, що формують обмеження другої групи, складає основу для поточних коригувань цих стратегій, складу та структури інвестиційного портфелю ІНСІ. В межах кожної

групи детермінант формування інвестиційних стратегій ІНСІ важливо виявити та обґрунтувати специфіку взаємного впливу ФР та ІНСІ.

Вибір інвестиційної стратегії ІНСІ залежить від поточного етапу розвитку ФР, який в значній мірі визначається стадією розвитку економіки в цілому. Проведене в роботі дослідження щоквартальних темпів приросту ВВП України, реальних доходів домогосподарств та індексу промислової продукції за 2002-2013 р. дозволяє зробити припущення щодо наявності у цей період трьох економічних циклів у розвитку вітчизняної економіки. Традиційно випереджаючими індикаторами переходу економіки до наступної стадії розвитку є фондові індекси, зміна цін на споживчі товари, грошовий агрегат М2. Водночас, такі індикатори як розмір процентних ставок, дохідність ОВДП, рівень безробіття є контрциклічними (зростають, коли економіка знаходиться на етапі спаду та навпаки). Деякі індикатори є нечутливими до коливань економічної активності, такі як обсяг реалізації деяких груп споживчих товарів, фінансові результати діяльності підприємств енергетичної, телекомунікаційної галузі тощо.

Розроблена в роботі модель (рис. 4) передбачає імітаційне моделювання змін у структурі оптимального інвестиційного портфелю ІНСІ (за базу прийнято портфель з типовою структурою для інститутів спільного інвестування України) залежно від зміни макроекономічної кон'юнктури у розвитку вітчизняної економіки протягом 4 стадій за період 2008-2013 рр.: депресія (I кв. 2008 р. – I кв. 2009 р.), пожвавлення (II кв. 2009 р. – I кв. 2010 р.), піднесення (II кв. 2010 р. – IV кв. 2012 р.), спад (I кв. 2012 р. – II кв. 2013 р.). На емпіричних даних щодо динаміки змін рівнів дохідності та ризику п'яти категорій фінансових активів (акції, золото, депозити в національній та іноземній валютах, державні облігації) на кожній з цих стадій визначено оптимальну структуру інвестиційного портфелю ІНСІ та сформульовано рекомендації щодо вибору ними інвестиційної стратегії при переході від однієї стадії до іншої. Так, зокрема, на стадіях спаду та депресії в структурі портфелю ІНСІ рекомендовано зменшувати питому вагу акцій, збільшуючи частку облігацій та депозитів в національній валюті. На стадіях пожвавлення та піднесення необхідно навпаки, збільшувати питому вагу акцій і зменшувати частку облігацій та депозитів в національній валюті. Питома вага золота та депозитів в іноземній валюті мають залишатись на постійному рівні із можливим збільшенням частки останніх в періоди надвисокої волатильності цін на інші фінансові активи.

Окреслені методологічні положення формування та реалізації інвестиційних стратегій ІНСІ створюють підґрунтя для більш ефективного управління їх інвестиційним портфелем з урахуванням динамічних змін у кон'юктурі ФР.

У четвертому розділі **“Розвиток науково-методичних засад управління інвестиційними портфелями інституційних інвесторів на фондовому ринку”** уточнено критеріальну базу управління інвестиційним портфелем ІНСІ, розроблено мультифакторну модель портфельної оптимізації ІНСІ, розвинуто методичний інструментарій врахування ліквідності ЦП та транзакційних витрат на ФР при управлінні інвестиційним портфелем ІНСІ.

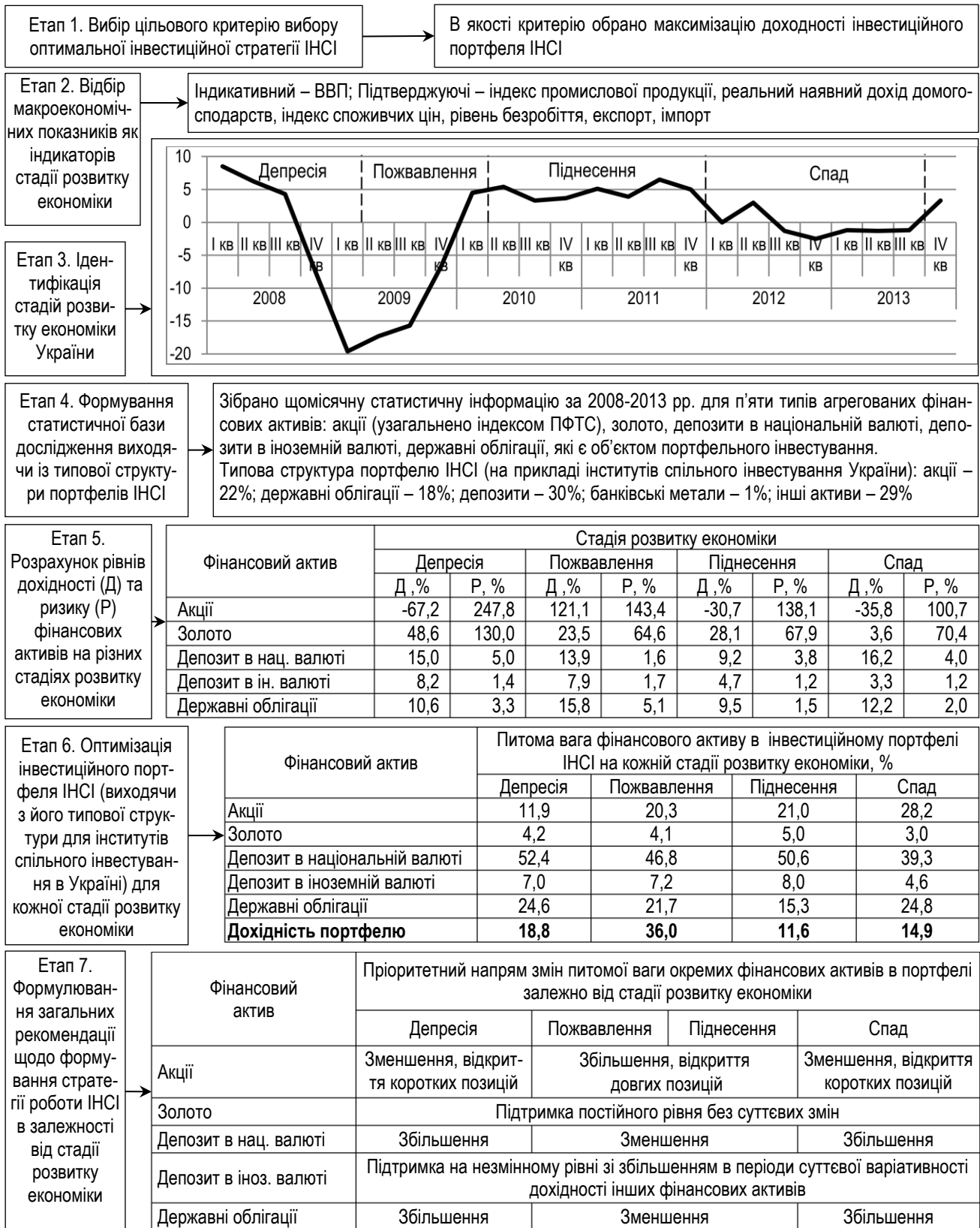


Рисунок 4 – Імітаційна модель формування інвестиційної стратегії ІНСІ в залежності від стадії розвитку економіки

При реалізації інвестиційної стратегії ІНСІ важливе значення має управління інвестиційним портфелем, а саме – формування базового варіанту оптимального портфелю та його поточне коригування з урахуванням змін характеристик фінансових активів та динамічних змін у розвитку ФР.

Традиційні моделі портфельної оптимізації базуються на тому, що розподіл очікуваної дохідності фінансового активу відповідає закону нормального розподілу випадкової величини, але в реаліях розвитку ФР подібні умови не завжди виконуються, що призводить до формування портфелів із неоптимальною структурою. Крім того, відповідно до постулатів сучасної портфельної теорії неочікувані доходи так само вважаються ознакою виникнення надмірного ризику, як і неочікувані збитки, тоді як реальні портфельні інвестори вважають наслідком ризикового інвестування виключно збитки. Також важливо, що як правило, портфельна оптимізація як правило проводиться за критерієм максимізації дохідності або мінімізації ризику, тоді як для більшості ІНСІ пріоритетом є отримання цільового рівня дохідності. З метою усунення зазначених обмежень в роботі запропоновано критерієм портфельної оптимізації вважати модифікований коефіцієнт Омега (Ω_m):

$$\Omega_m = \frac{E[win]}{E[loss]} \max(\Omega_0 - 1, 0) = \frac{E[win]}{E[loss]} \max\left(\frac{\int_a^b (1-F(r)) dr}{\int_a^{rm} F(r) dr} - 1, 0\right) \quad (1)$$

де Ω_0 – коефіцієнт Омега для цільового рівня дохідності, що дорівнює 0; $E_{[win]}$, $E_{[loss]}$ – середньоарифметичні значення дохідності вище і нижче цільового рівня дохідності (тобто вище і нижче 0); $F(r)$ – функція розподілу дохідності фінансового активу; rm – значення цільової (мінімально прийнятної) дохідності інвестора; a , b – межі функції розподілу дохідності фінансового активу.

Цей критерій дозволяє враховувати будь-яку форму кривої розподілу величини дохідності фінансового активу, встановлювати цільовий рівень дохідності оптимізованого портфелю та забезпечує пеналізацію тих ЦП, рівень ризику яких створює для інвестора інформаційну асиметрію. Його застосування є необхідним для інвесторів, які віддають перевагу акціям з середньою дохідністю вище нуля. Відповідно крива розподілу дохідності у таких ЦП має від'ємну асиметрію, але за умов, якщо “хвіст” кривої розподілу є експоненціально довгим, інвестор може наражатись на додатковий ризик, пов'язаний із вкладенням грошових коштів у певний актив, рівень якого не може бути адекватно врахований стандартними моделями портфельної оптимізації.

Апробація моделей портфельної оптимізації Марковіца, Шарпа та моделі “Квазі-Шарп” в умовах українського ФР засвідчила, що сформовані на їх основі портфелі є недостатньо диверсифікованими, тоді як оптимізація на основі запропонованого модифікованого коефіцієнта Омега дозволила отримати високо диверсифікований портфель, в який було включено всі активи (табл. 3).

В контексті здійснюваного дослідження інформативним є порівняння рівнів дохідності портфелів, сформованих за різними критеріями, в умовах, коли ФР України знаходився у низхідному тренді (2013 р.).

Таблиця 3 – Структура інвестиційних портфельів акцій українських емітентів, сформована за різними моделями портфельної оптимізації

№ з/п	Емітенти ("блакитні фішки" ПФТС), акції яких включено до інвестиційного портфелю)		Частка акцій кожного емітенту в оптимальному портфелі, сформованому за відповідною моделлю, %			
	Назва емітента (відповідно до котирувань ПФТС)	Тікер емітента	Модель на основі Ω_m	Модель Марковіца	Модель Шарпа	Модель "Квазі-Шарп"
1	Алчевський металургійний комбінат	ALMK	0,39	15,00	15,00	10,00
2	Авдіївський коксохімічний завод	AVDK	6,19	0,00	0,00	0,00
3	Азовсталь	AZST	4,97	0,00	0,00	0,00
4	Центренерго	CEEN	8,90	15,00	11,32	15,00
5	Дніпроенерго	DNEN	5,67	0,00	0,00	0,00
6	Донбасенерго	DOEN	3,79	0,00	0,00	0,00
7	Єнакієвський металургійний завод	ENMZ	4,38	0,00	0,00	0,00
8	Крюківський вагонобудівний завод	KVBZ	10,59	15,00	15,00	15,00
9	Мотор Січ	MSICH	15,00	15,00	15,00	15,00
10	Полтавський ГЗК	PGOK	5,68	0,00	0,00	0,00
11	Концерн Стирол	STIR	11,37	15,00	15,00	15,00
12	Укрнафта	UNAF	15,00	15,00	15,00	15,00
13	Укртелеком	UTLM	8,07	10,00	13,78	15,00
Дохідність портфелю (у %) через:						
1 квартал			45,57	-4,07	-4,08	-4,17
2 квартал			-7,57	-35,80	-36,34	-35,82
3 квартал			1,48	-31,53	-32,21	-31,54
4 квартал			-8,82	-37,18	-38,63	-38,24

*Примітка: обмеження на частку одного емітента в портфелі встановлено на рівні 15%.

Як свідчить табл. 3, портфель, сформований на основі модифікованого коефіцієнта Омега, продемонстрував високу дохідність (45,57%) після 1 кварталу і незначну від'ємну дохідність після 2 та 4 кварталів, в той час як інші портфелі мали лише від'ємну дохідність, розмір якої у 2-4 кварталах був в діапазоні від -31,5% до -38,6%, тобто втратили більше третини своєї вартості протягом року.

При управлінні інвестиційним портфелем ІНСІ важливо врахувати взаємний вплив розвитку ФР та ІНСІ, який проявляється передусім через екзогенні обмеження, для чого в роботі розроблено мультифакторну оптимізаційну модель (рис. 5), параметри якої виступають характеристиками цих обмежень.

Так, індикаторами динамічних змін макроекономічної ситуації обрано ВВП, рівень валового зовнішнього боргу та заощаджень населення; розвитку ФР – індекс ПФТС; інфляції – індекс споживчих цін; динаміки процентних ставок – ставку за депозитами. Вибір цих параметрів обумовлений тим, що саме вони були включені в модель прогнозування динаміки розвитку ФР (рис. 1) як індикатори екзогенного впливу на обсяг торгів на ФР (розрахунки засвідчили високий рівень її адекватності). Як видно з рис. 5, рівень дохідності інвестиційного портфелю, сформованого за допомогою мультифакторної моделі портфельної оптимізації, є вищим (46%), ніж дохідність аналогічних (за принципами організації) українських інвестиційних фондів (від 17,27% до 41,16%).

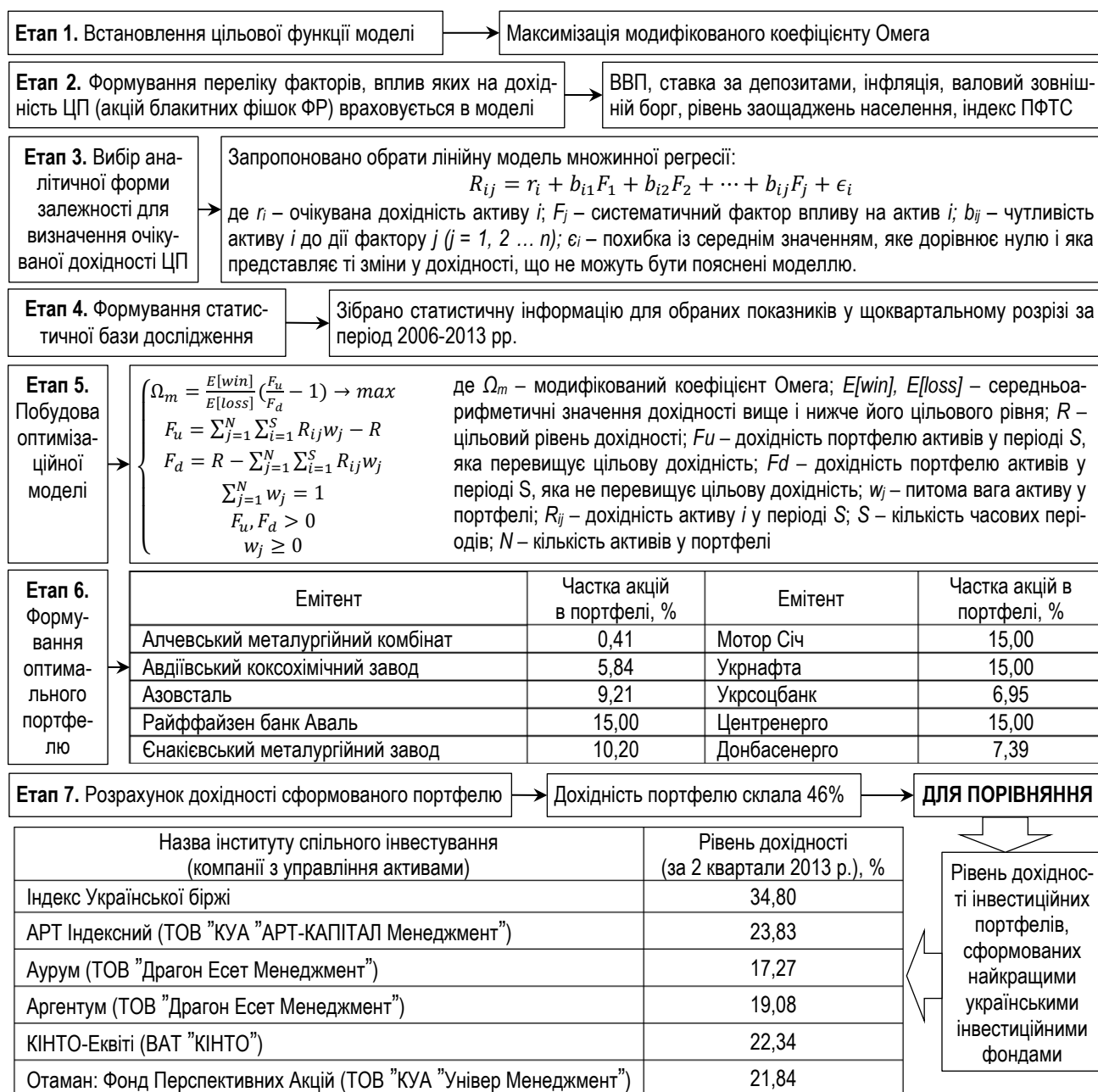


Рисунок 5 – Мультифакторна модель портфельної оптимізації

Одним з ключових аспектів при управлінні інвестиційним портфелем є поточне коригування його структури, причому для ІНСІ важливо здійснити це без значних фінансових втрат і за обмежений час. Вирішення цього завдання, а також вибір способу управління інвестиційним портфелем (активний, пасивний чи активно-пасивний) в значній мірі залежить від ліквідності тих ЦП, які входять до інвестиційного портфелю, тому ліквідність цілком впевнено можна вважати додатковим критерієм формування інвестиційних стратегій ІНСІ (як це і представлено на рис. 3).

Взаємний вплив ФР та ІНСІ в процесі коригування структури портфелю запропоновано врахувати через формування такої системи індикаторів ліквідності ЦП, які, крім іншого, також опосередковано свідчать про рівень ліквідності

ФР в цілому. Ця система індикаторів містить: 1) одномірні показники ліквідності ЦП: 6 показників, пов'язаних з вимірюванням обсягів торгів, 2 – з часовими інтервалами та 3 – з ціновим спредом; 2) багатомірні показники ліквідності ЦП (5 показників). З метою визначення рівня ліквідності акцій індексної корзини Української біржі (15 емітентів на момент дослідження) відібрано 9 ключових індикаторів ліквідності ЦП, для кожного з яких розраховано його середній рівень за досліджуваний період, а загальний рівень їх ліквідності визначено шляхом застосування методу головних компонент. Емітентів, ЦП яких за результатами оцінювання мали низьку ліквідність (Укртелеком, Ясинівський коксохімічний завод, Концерн Стірол, Стахановський вагонобудівний завод, Крюківський вагонобудівний завод), запропоновано вилучити з індексної корзини Української біржі при черговому її перегляді (табл. 4).

Таблиця 4 – Результати оцінювання факторного впливу на ліквідність акцій індексної корзини Української біржі

Емітенти акцій індексної корзини Української біржі (станом на 2012 р.)	Факторне навантаження складових головних компонент			Загальне факторне навантаження	Рейтинг емітента	Рівень ліквідності	Склад індексу Української біржі	
	F1	F2	F3				до перегляду	після перегляду
Алчевський металургійний комбінат	6,203	-2,050	-1,538	2,960	4	високий	+	+
Авдіївський коксохімічний завод	0,747	1,665	0,242	3,004	3	високий	+	+
Азовсталь	0,111	-0,951	1,346	0,573	8	середній	+	+
Райффайзен Банк Аваль	-0,856	-0,754	2,154	0,616	7	середній	+	+
Центренерго	2,744	2,360	0,280	6,093	1	високий	+	+
Донбасенерго	-1,558	-0,510	-0,005	-2,347	10	низький	+	+
Єнакієвський металургійний завод	0,205	1,952	-0,590	1,774	5	високий	+	+
Крюківський вагонобудівний завод	-2,066	-0,651	-0,848	-4,034	15	низький	+	
Мотор Січ	3,274	-0,155	1,025	4,691	2	високий	+	+
Концерн Стірол	-1,710	-0,500	-1,022	-3,658	13	низький	+	
Стахановський вагонобудівний завод	-2,032	-0,531	-0,817	-3,824	14	низький	+	
Укрнафта	-1,033	1,782	-0,786	-0,041	9	середній	+	+
Укрсоцбанк	-0,256	-0,474	1,380	0,735	6	середній	+	+
Укртелеком	-2,043	-0,508	-0,005	-2,892	11	низький	+	
Ясинівський коксохімічний завод	-1,733	-0,674	-0,816	-3,649	12	низький	+	

ІНСІ, який дотримується активної стратегії управління інвестиційним портфелем, на підставі розподілу акцій за рівнем ліквідності може зменшити питому вагу ЦП із низькою ліквідністю (або взагалі вилучити їх з портфелю), збільшити частку ЦП із високою ліквідністю. Отримані результати розрахунків і рейтингування емітентів за рівнем їх ліквідності створюють умови для підвищення ефективності управління інвестиційними портфелями ІНСІ, що особливо актуально при коригуванні портфелів ЦП.

Ще одним фактором, який слід враховувати при поточному коригуванні структури інвестиційного портфелю ІНСІ, є рівень транзакційних витрат, який, з одного боку, тісно пов'язаний з рівнем ліквідності ЦП, а з іншого, є одним з ін-

дикаторів ефективності функціонування ФР. На ФР транзакцій ні витрати можуть бути як прямими (комісійні брокеру, зберігачу, банку, які необхідно сплачувати в процесі укладання окремих угод), так і непрямими (виникають у зв'язку із обмеженістю можливостей ФР: лімітована ліквідність, існування значного спреда між найкращою ціною купівлі і продажу тощо).

Коригування структури інвестиційного портфелю ІНСІ з урахуванням рівня транзакційних витрат запропоновано здійснювати в такій послідовності:

- 1) Формування базової структури інвестиційного портфелю ІНСІ за критерієм максимізації дохідності для періоду t_0 .
- 2) Оцінювання рівня прямих та непрямих транзакційних витрат (TC) у % від валового обсягу інвестицій в ЦП, які потрапили до портфелю.
- 3) Оцінювання рівня TC , який припадає на 1 процентний пункт змін питомої ваги кожного фінансового активу у структурі портфелю.
- 4) Розрахунок розміру дохідності портфелю через період t_0+1 (R_0).
- 5) Формування скоригованої структури портфелю через період t_0+1 , розрахунок його дохідності (R_1).
- 6) Визначення абсолютного розміру змін питомої ваги кожного фінансового активу, які необхідно провести для трансформації його структури на період t_0 до структури на період t_0+1 . Розрахунок рівня прямих витрат на портфельну оптимізацію, виражених у процентах дохідності (R_{TC}).
- 7) За умови $R_1 - R_0 - R_{TC} > 0$, необхідно змінити структуру поточного портфелю на нову; якщо $R_1 - R_0 - R_{TC} < 0$, необхідно залишити структуру портфелю без змін.
- 8) Повторити процедуру коригування структури поточного інвестиційного портфелю ІНСІ (пп. 3-5) для кожного наступного періоду t_0+n .

За результатами здійснених в роботі розрахунків виявлено, що на українському ФР рівень прямих транзакційних витрат складає 2,3-3,3% від обсягу операцій зі зміни структури інвестиційного портфелю. Виходячи з цього обґрунтовано, що перегляд структури портфелю ІНСІ в обсязі більше 25%, як правило, є неефективним, а застосування оптимізаційних дій прийнятне лише на тривалих періодах часу і недоцільне у короткострокових періодах. Щодо стосується непрямих транзакційних витрат на ФР (їх розмір може бути визначений лише орієнтовно), то для найбільш ліквідних акцій Української біржі витрати, пов'язані із розміром спреда, перебувають у діапазоні 0,5-0,8% від обсягу угоди (для порівняння, аналогічні витрати на ФР США не перевищують 0,02%), а витрати, які спричинені обмеженістю пропозиції на ФР, – в діапазоні 0,1-1,34% в залежності від емітента. Таким чином, на сучасному етапі розвитку ФР України ІНСІ недоцільно дотримуватись стратегії активного управління портфелем ЦП. Перегляд структури портфелю не дає значного приросту його дохідності або суттєвого зменшення його ризикованості, а обсяги необхідних змін у сумі із транзакційними витратами на них перевищують можливий ефект від оптимізації.

У п'ятому розділі **“Удосконалення системи державного регулювання діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку”** обґрунтовано ос-

новні вектори та розроблено комплекс заходів щодо реформування діяльності ФР та ІНСІ в Україні, розроблено пропозиції щодо перенаправлення частини депозитів фізичних осіб з банків до ІНСІ, щодо запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, щодо реформування системи оподаткування операцій з ЦП, запропоновано методичний підхід до регулювання ФР та ІНСІ в залежності від стадії економічного циклу.

Тісний взаємозв'язок між розвитком ФР та ІНСІ має бути врахований при реформуванні їх діяльності в Україні, що у підсумку має закласти підґрунтя для формування та щорічного затвердження основних засад розвитку ФР України. В роботі обґрунтовано основні вектори такого реформування та розроблено комплекс конкретних пропозицій за такими основними напрямками:

- 1) за напрямом “Розширення ресурсної бази ІНСІ” обґрунтовано ряд заходів щодо залучення заощаджень фізичних осіб до ІНСІ (зокрема, активізація програм підвищення фінансової грамотності населення та запровадження інституту інвестиційного консультування щодо вибору фінансових інструментів), а також ресурсів іноземних портфельних інвесторів; запровадження індивідуальних компенсаційних, інвестиційних, пенсійних планів з метою активізації залучення населення до процесів фінансового інвестування;
- 2) за напрямом “Нормативно-правове забезпечення діяльності ІНСІ та ФР” обґрунтовано ряд пропозицій щодо формування особливих умов роботи іноземних інвесторів на вітчизняному ФР; спрощення емісійних процедур; пільгового оподаткування ІНСІ щодо операцій з ЦП (включаючи пільги на доходи від дивідендів і процентів); закладення законодавчих засад створення нових фінансових продуктів, у тому числі для хеджування ризиків, проведення сек'юритизації активів; гармонізації чинного законодавства із світовими нормами моніторингу і регулювання ФР та його суб'єктів;
- 3) за напрямом “Регуляторна робота на ФР” обґрунтовано пропозиції щодо розробки основних засад державної політики на ФР; формалізації системи індикаторів розвитку ФР; відмови від моделі директивного регулювання ФР на користь передачі наглядових, регуляторних, атестаційних функцій саморегульвним організаціям професійних учасників ФР; запровадження стандартів у сфері управління ризиками, роботи позабіржового ринку; формування системи статистичної звітності про роботу ФР і його учасників;
- 4) за напрямом “Інфраструктурний розвиток ФР” розроблено пропозиції щодо консолідації торговельних майданчиків, формування мережі фондових бірж, що спеціалізуються на операціях з окремими видами фондових інструментів, розвитку внутрішнього ринку ІРО, державного стимулювання розвитку нових видів фінансових інструментів, технологій, угод, інститутів на ФР, створення умов для зростання внутрішнього попиту і пропозиції на довгострокові ресурси фінансового сектору;
- 5) за напрямом “Захист прав інвесторів” розроблено пропозиції щодо запровадження механізмів справедливої оцінки вартості активів; формування умов для диверсифікації власності та захисту прав міноритарних акціонерів; за-

- провадження концепції соціально-відповідального інвестування на ФР;
- б) за напрямом “Ліквідність торгів на ФР” розроблено пропозиції щодо реалізації заходів, пов’язаних зі збільшенням кількості активних інвесторів; ліквідації податкового навантаження на всі операції із торгівлі ЦП; розширення переліку фінансових інструментів – об’єктів інвестування.

В контексті підвищення активності ІНСІ на ФР України важливо сформувати інституційні умови для залучення фізичних осіб до їх діяльності. Одним з таких напрямів є створення стимулів для перенаправлення частини депозитів фізичних осіб з банків до ІНСІ. Здійснені в роботі розрахунки за 2005-2012 рр. за даними вітчизняних ІНСІ засвідчили, що перехід навіть 5% депозитної бази банків (зокрема, строкових депозитів) до ІНСІ подвоює суму активів останніх. Обґрунтовано, що суттєвого ефекту можна досягти, якщо таке перенаправлення ресурсів населення стосуватиметься не лише його заощаджень, а й заробітної плати, частка якої в структурі загальних доходів домогосподарств є переважною. Так, зокрема, запропоновано ряд стимулюючих механізмів щодо трансформації коштів населення у внески на пенсійні рахунки фізичних осіб та страхові платежі за договорами довгострокового страхування життя. За здійсненими розрахунками, навіть 1% таких відрахувань більш ніж у 3,5 раза перевищує активи недержавних пенсійних фондів України та розмір валових страхових платежів на страхування життя. Таким чином, навіть незначне розширення участі фізичних осіб в системі недержавного пенсійного забезпечення та страхуванні життя призведе до суттєвого притоку грошових коштів безпосередньо до недержавних пенсійних фондів та страховиків, і, відповідно, через них на ФР, адже більше половини всіх активів цих ІНСІ розміщено у різні види ЦП.

Також обґрунтовано, що вагомі результати щодо забезпечення притоку грошових коштів фізичних осіб на ФР може дати запровадження другого рівня пенсійної системи – накопичувальної системи загальнообов’язкового державного пенсійного страхування. Акумуляування страхових внесків застрахованих осіб із їх персоніфікованим обліком має здійснювати Накопичувальний пенсійний фонд. Проведені в роботі розрахунки до 2022 р. (на основі показників кількості населення, рівня смертності, заробітної плати, кількості економічно активного населення та рівня зайнятості населення) свідчать, що ефект від її впровадження забезпечить накопичення активів на суму 63-69 млрд. грн., а сам Накопичувальний пенсійний фонд стане важливим суб’єктом ФР, адже більше половини активів ІНСІ розміщуються в різні види ЦП. Кількість залучених осіб до Накопичувального пенсійного фонду в перспективі складе майже 13 млн. осіб, що дозволить підвищити рівень інвестиційної активності населення.

Значний вплив на інституційний та інфраструктурний розвиток ФР здійснює сформована система оподаткування операцій з ЦП. Як свідчить досвід США, Німеччини, Японії, Швеції, транзакційне оподаткування, з одного боку, сприяє зниженню надлишкової волатильності фінансових інструментів, кількості спекулятивних операцій, збільшує податкові надходження, з іншого боку, призводить до зростання вимог до рівня дохідності на інвестований капітал,

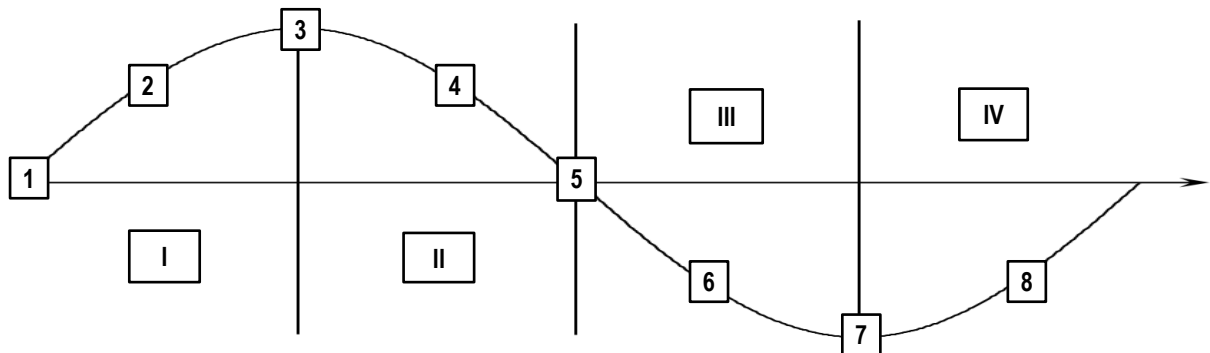
зниження ліквідності та ефективності роботи ФР, ускладнює процедури податкового адміністрування діяльності суб'єктів ФР.

В Україні запровадження оподаткування операцій з продажу ЦП призвело до збільшення частки біржових торгів при суттєвому падінні загального обсягу торгів на ФР, зменшення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування, активів та кількості недержавних пенсійних фондів та окремих професійних учасників ФР, зниження фондових індексів. Як свідчить статистична інформація, запланованих надходжень грошових коштів у державний бюджет не відбулось, що обумовлює необхідність перегляду підходів до оподаткування операцій на вітчизняному ФР. Для усунення виявлених негативних наслідків запровадженої в Україні системи оподаткування операцій з ЦП в роботі запропоновано: 1) встановити єдиний порядок обліку доходів та витрат від операцій з ЦП на біржовому та позабіржовому ринках; 2) встановити чіткий порядок оцінки вартості ЦП; 3) звільнити недержавні пенсійні фонди та страхові компанії зі страхування життя від сплати податку при коригуванні сформованих портфелів ЦП.

Внаслідок того, що ФР України досі перебуває на стадії становлення, є високо волатильним зі значним ризиком ринкових маніпуляцій (особливо в періоди коливань економічної активності), а фінансові активи є недостатньо надійними з токи зору їх включення до інвестиційних портфелів ІНСІ, особливої актуальності набуває формування ефективної системи регулювання ФР та його учасників. Обґрунтовано, що різноспрямована динаміка коливань цін на фінансові активи на різних фазах економічної активності, яка відображається на структурі інвестиційних портфелів ІНСІ, має бути врахована шляхом диференціації та адресного підбору регуляторних заходів. Враховуючи циклічні зміни в економічній кон'юнктурі України та необхідність захисту від системного фінансового ризику слід забезпечити злагодженість дій органів регулювання ФР різних рівнів (регулятором першого рівня тоді буде Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, регуляторами другого рівня – Національний банк України та Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, органами опосередкованого регулювання – Кабінет Міністрів України, Антимонопольний комітет України, Верховна Рада України).

На рис. 6 представлено розроблений методичний підхід до регулювання ФР та діяльності його суб'єктів в залежності від фази економічного циклу. Його запровадження дозволить знизити загальну волатильність ФР, підвищити надійність ІНСІ, забезпечити формування конкурентного середовища та дозволить підтримувати довіру ІНСІ до ринку. Таким чином, на основі виявлених зв'язків та формалізованого характеру взаємного впливу ФР та ІНСІ має визначитися специфіка регуляторних заходів. В системі цих заходів має органічно поєднуватися ті заходи, що спрямовані безпосередньо на окремих суб'єктів ринку, та ті, що впливають на ФР в цілому, а їх вплив на окремі ІНСІ здійснюється через передавальний механізм. Такий підхід формує передумови умови для переходу від мікропруденційного до макропруденційного регулювання ФР.

Фактор	Фази економічного циклу			
	Піднесення (I)	Спад (II)	Депресія (III)	Пожвавлення (IV)
«Настрої» суб'єктів ринку	зростаюча впевненість	ейфорія	заклопотаність, страх, паніка	обережна впевненість
Інфляція	висока	поступове падіння	швидке падіння до дефляції	поступове зростання
Тенденції розвитку кредитного ринку	суттєве розширення обсягів операцій з кредитування корпоративних суб'єктів	суттєве розширення обсягів операцій споживчого кредитування	Фактично кредитування не здійснюється, ринок не функціонує	поступове збільшення обсягів операцій кредитування
Процентні ставки	зростають, досягаючи пікових значень	поступово зменшуються	зменшуються	поступово збільшуються
Пріоритетні об'єкти інвестування	нерухомість, дорогоцінні метали	акції, облігації, нерухомість	короткострокові, високоліквідні	акції, нерухомість
Тенденції розвитку ФР	зростаючий, формування ринкових бульбашок	поступове падіння, лопаються бульбашки	звужений, зростають ціни на облігації	поступове зростання цін на акції



Позначка відповідно до рисунку	Регулятор I рівня		Регулятори II рівня		Опосередковане регулювання
	Нац. комісія з цінних паперів та фондового ринку		Нац. комісія, що здійснює держ. регуляцію у сфері ринків фін. послуг	Національний банк України	
1	Регулювання структури інвестиційних портфелів ІНСІ (стимулювання зростання частки акцій порівняно з часткою інших фінансових активів)		М'які вимоги	Стримуюча монетарна політика	
	М'які рекомендації				
2	Дозволи на інвестування в іноземні активи				Стимулювання притоку іноземних капіталів
3	Підвищення вимог до капіталізації суб'єктів ринку			Підвищення облікової ставки	
4	Підвищення вимог до ліквідності фінансових активів				Підвищення ставок податків для ІНСІ
5	Вимоги щодо обов'язкової переоцінки вартості активів			Зниження облікової ставки	
6	Вимоги щодо співпадіння строків виконання зобов'язань із строковістю портфельних інвестицій, обмеження доступу на ринок іноземних капіталів			Зниження облікової ставки	Обмеження щодо виводу іноземних капіталів
7	Регулювання структури інвестиційних портфелів ІНСІ (стимулювання зростання частки депозитів, державних облігацій порівняно з часткою інших фінансових активів)		Жорсткі вимоги	Стимулююча монетарна політика	
	Жорсткі рекомендації				
8	Стимулювання конкурентного середовища				Зниження ставок податків для ІНСІ

Рисунок 6 – Система заходів державного регулювання ФР та діяльності його суб'єктів залежно від стадії економічного циклу

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, яка полягає у розвитку теоретико-методологічних засад та практичного інструментарію обґрунтування та оцінювання взаємозв'язків у розвитку ІНСІ та ФР для їх врахування при прийнятті інвестиційних рішень.

За результатами дослідження зроблено такі висновки:

1. В сучасних умовах фінансіалізації економіки, глобалізації фінансових ринків слід враховувати зміни, які відбуваються у функціональному призначенні ФР, а його стабільність, у свою чергу, залежить від ефективної діяльності ІНСІ. Вплив ІНСІ на ФР сприяє притоку фінансових ресурсів на ФР, обумовлює формування причинно-наслідкових зв'язків між ними, які виступають запорукою синергетичного ефекту у процесах розвитку ІНСІ та ФР.

2. ІНСІ слід розглядати як фінансових посередників, які розміщують залучені грошові кошти фізичних і юридичних осіб (акумульовані у фонди грошових коштів) в інструменти фінансового ринку та інші активи з метою отримання прибутку шляхом формування портфелів таких активів на принципах диверсифікації вкладень і захисту їх від втрат, забезпечення стабільного рівня доходу, досягнення інших інвестиційних цілей.

3. Загальні функції ІНСІ слід розширити через включення таких функцій як забезпечення достатнього рівня ліквідності ФР, зниження транзакційних витрат в процесі трансформації неліквідних активів у ліквідні зобов'язання, участь в управлінні діяльністю інших суб'єктів господарювання. Специфічні функції повинні враховувати цільові пріоритети діяльності різних типів ІНСІ: інститутів спільного інвестування (функція підтримки ліквідності власних зобов'язань), недержавних пенсійних фондів (захисна та гарантійна функції), страхових компаній (інформаційна та інноваційна функції).

4. Прогнозування динаміки розвитку ФР слід проводити залежно від динаміки зміни активів ІНСІ, а також таких показників як обсяг ВВП, рівень інфляції, обсяг валових заощаджень та державного боргу, дохідність депозитів. Країни, які досліджуються, мають бути згруповані залежно від напрямку впливу активів різних ІНСІ на рівень капіталізації ФР та обсяг торгів на ньому. На основі застосування мультирегресійної моделі виявлено, що в Україні на обсяг торгів на ФР негативно впливають зміни в обсязі активів банків і страхових компаній та позитивно – інститутів спільного інвестування.

5. Концепція взаємообумовленості ФР та ІНСІ має формуватися шляхом визначення причинно-наслідкових змін, які виникають як наслідок взаємного впливу ІНСІ на ФР, у тому числі з урахуванням регуляторних обмежень. Конкретизація наслідків цих змін повинна проводитись для фінансового ринку в цілому та його окремих суб'єктів.

6. Виявлення причинно-наслідкових зв'язків між розвитком ФР та ІНСІ доцільно проводити шляхом виявлення (за допомогою тесту Гренджера) часових

лагів між показниками розвитку ФР (капіталізація ФР, обсяг виконаних біржових контрактів, обсяг торгів ЦП, обсяги емісії акцій, облігацій, ЦП інститутів спільного інвестування, обсяг державних ЦП в обігу) та показниками розвитку ІНСІ (вартість чистих активів інститутів спільного інвестування, обсяг активів ІНСІ, обсяги активів інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, вкладення ІНСІ в ЦП, обсяг вкладень банків у ЦП). Це дозволило емпірично підтвердити гіпотезу про початкову стадію розвитку ФР України та його залежність від ефективності діяльності ІНСІ.

7. Оцінювання рівня стабільності ФР слід здійснювати використовуючи інтегральні та композитні індикатори, які враховують волатильність обсягів загальних та біржових торгів ЦП, питому вагу біржових торгів ЦП у загальному обсязі торгів ЦП, капіталізацію лістингових компаній, обсяг інвестицій у ЦП, індекс ПФТС, сумарну вартість активів ІНСІ та сумарні їх вкладення в ЦП. Це дозволяє запровадити чотирьохрівневу шкалу індикаторів стабільності ФР. Проведені розрахунки засвідчили, що стабільність ФР України знаходиться на середньому рівні з наявністю низхідного тренду.

8. При формуванні інвестиційної стратегії ІНСІ окрім традиційних цільових критеріїв (дохідність та ризик) слід враховувати додаткові критерії (ліквідність, часовий горизонт), а також обмеження, які обумовлені дією регуляторів, особливостями діяльності ІНСІ, специфікою фінансових активів, емітентів та ринкового середовища. Це дозволяє конкретизувати особливості взаємного впливу ФР та ІНС в процесі оптимізації інвестиційних портфелів.

9. При формуванні інвестиційних стратегій ІНСІ необхідно враховувати стадію розвитку економіки при розробленні та проведенні імітаційного моделювання. Це дозволяє формалізувати напрями змін у структурі інвестиційного портфелю ІНСІ для кожної стадії, враховує характер (контрциклічний, проциклічний та підтримуючий) реакції рівнів дохідності та ризику фінансових активів на перехід до наступної стадії.

10. Управління інвестиційним портфелем ІНСІ доцільно здійснювати на основі використання в якості цільового критерію портфельної оптимізації модифікованого коефіцієнта Омега, що дозволяє врахувати будь-який характер функцій розподілу дохідності фінансових активів, встановити цільовий рівень дохідності портфелю та забезпечити пеналізацію тих ЦП, рівень ризику яких формує у інвестора інформаційну асиметрію.

11. Емпірично доведено, що застосування ІНСІ мультифакторної моделі портфельної оптимізації, яка враховує вплив екзогенних факторів на інвестиційну стратегію (динаміка розвитку ФР та економіки в цілому, рівень зовнішньої заборгованості країни, заощаджень населення, інфляції та ринкових процентних ставок) за критерієм максимізації модифікованого коефіцієнта Омега дозволяє формувати портфелі фінансових активів, рівень дохідності яких перевищує дохідність провідних українських інвестиційних фондів.

12. При коригуванні структури інвестиційного портфелю ІНСІ слід враховувати ліквідність фінансових активів, що повинно здійснюватися на основі

рейтингу емітентів, побудованого з використанням одномірних та багатомірних індикаторів ліквідності ЦП. Це дозволяє конкретизувати вибір стратегії управління інвестиційним портфелем ІНСІ (активна, пасивна, активно-пасивна).

13. Транзакційні витрати на ФР при управлінні інвестиційним портфелем ІНСІ впливають на його загальну дохідність, тому періодичне коригування його структури повинно здійснюватися виходячи з обсягів комісійних витрат, розміру цінового спреда та витрат, пов'язаних з обмеженістю пропозиції на ФР. Це дозволяє кількісно виміряти обсяг транзакційних витрат на ФР, обґрунтувати ефективність перегляду структури портфелю ІНСІ, доцільність використання стратегій управління портфелем ЦП при поточному стані ФР.

14. Узгодження напрямків розвитку ФР та ІНСІ повинно здійснюватися виходячи із визначення основних напрямів та практичних механізмів реформування їх діяльності в Україні, які мають сприяти зростанню ресурсної бази ІНСІ, підвищенню якості нормативно-правового забезпечення діяльності ІНСІ та ФР, забезпеченню ефективності регуляторної роботи на ФР, стимулюванню інфраструктурного розвитку ФР, захисту прав інвесторів, забезпеченню ліквідності торгів на ФР.

15. Регулювання ФР та діяльності ІНСІ має враховувати фази економічного циклу з метою зниження загальної волатильності ФР, формування конкурентного середовища, підвищення надійності ІНСІ, забезпечення та підтримки довіри ІНСІ до ринку в цілому.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Монографії

1. Пластун В. Л. Діяльність інституційних інвесторів на фондовому ринку: теорія та практика: монографія / В.Л. Пластун. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2014. – 330 с. (18 друк. арк.).
2. Пластун В. Л. Загальні аспекти діяльності інституційних інвесторів та їх значення для фондового ринку / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Інституційні інвестори: роль у розвитку фондового ринку: монографія. – Суми: ТОВ “Друкарський дім “Папірус”, 2012. – С. 6-70 (6,2 друк. арк.).
3. Пластун В. Л. Іноземний капітал на страховому ринку України / В. Л. Пластун // Фінансово-економічний розвиток України в умовах глобалізації: колективна наукова монографія / під ред. Я. В. Белінської. – Київ: Національна академія управління, 2008. – С. 101–108 (0,5 друк. арк.).
4. Пластун В. Л. Оцінка кредитоспроможності позичальника з урахуванням галузевих особливостей / В. Л. Пластун // Оцінка кредитоспроможності та інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання : монографія / за ред. д.е.н. А. О. Єпіфанова. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 107–120 (1 друк. арк.).

Статті у наукових фахових виданнях України

5. Пластун В.Л. Побудова мультифакторної моделі портфельної оптимізації для інституційних інвесторів / В.Л. Пластун // Вісник Національного банку України. – 2015. – №6. – С. 68-73 (0,8 друк. арк.).
6. Пластун В. Л. Особливості визначення цільових орієнтирів інституційних інвесторів / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – №14. – С. 6-9 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано цільові орієнтири ІНСІ при роботі на ФР (0,25 друк. арк.).*
7. Пластун В. Л. Аналіз мінливості фінансових ринків на базі оцінки взаємного впливу біржових активів / О. Л. Пластун, В. Л. Пластун // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – №13. – С. 38-40 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив цінових коливань фінансових активів на стан ФР (0,25 друк. арк.).*
8. Plastun V. Potential of institutional investors and stock market development as an alternative to savings allocation of households / S. Leonov, S. Frolov, V. Plastun // Economic Annals – XXI. – 2014. – №11-12. – P. 65-68 (0,7 друк. арк.). *Особистий внесок: розроблено модель залежності обсягів торгів ЦП від факторів макросередовища (0,2 друк. арк.).*
9. Пластун В. Л. Роль і місце технічного аналізу в сучасній методології прогнозування цін на фінансових ринків / О. Л. Пластун, В. Л. Пластун // Економіка та держава. – 2014. – №9. – С. 38-43 (0,3 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано підходи до технічного аналізу ФР (0,2 друк. арк.).*
10. Пластун В. Л. Потенційні можливості нарощування ресурсної бази інституційних інвесторів в Україні / В. Л. Пластун // Вісник Національного банку України. – 2014. – №7. – С. 57-63 (1 друк. арк.).
11. Пластун В. Л. Стратегія формування оптимальних інвестиційних портфелів із врахуванням фази економічного циклу / В. Л. Пластун // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – №6. – С. 530-538 (0,7 друк. арк.).
12. Пластун В. Л. Проблеми використання сучасних портфельних теорій в процесі управління портфелями цінних паперів / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Ефективна економіка. – 2014. – №6. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3114> (0,3 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено теоретичні проблеми формування портфелів ЦП ІНСІ (0,2 друк. арк.).*
13. Пластун В. Л. Значення інституційних інвесторів у структурному розвитку фондового ринку / В. Л. Пластун // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – №4. – С. 32-35 (0,55 друк. арк.).
14. Пластун В. Л. Еволюція підходів щодо формування диверсифікованого інвестиційного портфеля / В. Л. Пластун // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – 2013. – Випуск 37. – С. 127-134 (0,5 друк. арк.).
15. Пластун В. Л. Особливості податкового впливу на фондовий ринок та діяльність інституційних інвесторів / В. Л. Пластун // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – №24. – С. 70-74 (0,6 друк. арк.).

16. Пластун В. Л. Емпіричне дослідження причинних зв'язків розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку / В. Л. Пластун // Вісник Національного банку України. – 2013. – №6. – С. 30-37 (0,9 друк. арк.).
17. Пластун В. Л. Виявлення взаємозалежностей у розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку / В. Л. Пластун // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – №2 (17). – С. 96-102 (0,8 друк. арк.).
18. Пластун В. Л. Гіпотеза ефективного ринку як сучасна концепція фондового ринку / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Актуальні проблеми економіки. – 2013. – № 1(139). – С. 14-20 (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив “гіпотези ефективного ринку” на діяльність ІНСІ на ФР (0,2 друк. арк.).*
19. Пластун В. Л. Інституційні інвестори: підходи до визначення сутності та роль на фінансовому ринку / В. Л. Пластун // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – 2012. – Випуск 35. – С. 185-194 (0,5 друк. арк.).
20. Пластун В. Л. Підходи до класифікації інституційних інвесторів / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Бізнес Інформ. – 2012. – № 9. – С. 118-122 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: поглиблено класифікацію ІНСІ (0,25 друк. арк.).*
21. Пластун В. Л. Тенденції розвитку страхових компаній в Україні і світі / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Інноваційна економіка. – 2012. – № 8 (34). – С. 40-46 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено особливості розвитку страхових компаній і їх вплив на діяльність ФР України (0,25 друк. арк.).*
22. Пластун В. Л. Тенденції розвитку недержавних пенсійних фондів в Україні і світі [Електронний ресурс] / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Ефективна економіка. – 2012. – № 7. – Режим доступу: URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=1254> (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено вплив недержавних пенсійних фондів на функціонування ФР України (0,25 друк. арк.).*
23. Пластун В. Л. Формування оптимального портфеля акцій “блакитних фішок” українського фондового ринку / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Вісник Національного банку України. – 2012. – №5. – С.50-56 (0,8 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено розрахунки з портфельної оптимізації акцій українського ФР (0,4 друк. арк.).*
24. Пластун В. Л. Тенденції розвитку інститутів спільного інвестування в Україні і світі / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Проблеми системного підходу в економіці. – 2012. – № 4. – Режим доступу: URL: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2012_4/Dombrovsky_412.htm (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено напрями впливу ІНСІ (на прикладі інститутів спільного інвестування) на розвиток фінансового ринку України (0,25 друк. арк.).*
25. Пластун В. Л. Формування оптимального портфелю технічних резервів страхових компаній / В. Л. Пластун, В. Є. Балев // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія “Економіка і менеджмент”. – 2012. – № 3

- (51). – С. 13-18 (0,7 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено розрахунки з оптимізації портфелю технічних резервів страховиків (0,35 друк. арк.).*
26. Пластун В. Л. Оцінка ліквідності акцій українських емітентів при формуванні банками портфелів цінних паперів / В. Л. Пластун // Банківська справа. – 2012. – № 2. – С. 80-95 (0,8 друк. арк.).
27. Пластун В. Л. Формування оптимального портфеля страхових послуг / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – №1 (127). – С. 335-341 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: розроблено підхід до оптимізації портфелю послуг ІНСІ (на прикладі страховиків) (0,25 друк. арк.).*
28. Пластун В. Л. Пріоритети розвитку кредитних спілок у сучасних умовах / В. Л. Пластун // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №10. – С. 131-138 (0,5 друк. арк.).
29. Пластун В. Л. Страхове шахрайство у сучасних умовах розвитку страхового ринку України / В. Л. Пластун, Г. В. Гніденко // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія “Економіка і менеджмент”. – 2010. – №5/1 (39). – С. 99-105 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив шахрайства на розвиток ІНСІ (на прикладі страховиків) (0,25 друк. арк.).*
30. Пластун В. Л. Політика управління державним боргом / В. Л. Пластун // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – №1 (28). – С. 3-8 (0,4 друк. арк.).
31. Пластун В. Л. Аналіз впливу окремих факторів на темпи економічного зростання в Україні / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – 2009. – Т.25.– С. 71-79 (0,7 друк. арк.). *Особистий внесок: формалізовано вплив цінних коливань фінансових активів на розвиток ФР (0,35 друк. арк.).*
32. Пластун В. Л. Страхування ризиків сільськогосподарських підприємств / В. Л. Пластун // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія “Економіка і менеджмент”. – 2008. – №12/1 (33). – С. 58-62 (0,45 друк. арк.).
33. Пластун В. Л. Іноземний капітал на страховому ринку України / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – №3. – С. 182-189 (0,5 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено вплив іноземного капіталу на розвиток страхових компаній як ІНСІ (0,25 друк. арк.).*
34. Пластун В. Л. Роль іноземного капіталу в банківській системі України / В. Л. Пластун, І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону : науковий збірник. – Івано-Франківськ : ВДВ ЦІТ Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника. – 2007. – Випуск 3. – Т. 2. – С. 41-47 (0,4 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив банків з іноземним капіталом як ІНСІ на розвиток фінансового ринку України (0,25 друк. арк.).*

Статті у наукових нефармових виданнях України

35. Пластун В. Л. Особливості впливу інституційних інвесторів на стабільність фондового ринку / В. Л. Пластун // Фінансовий простір. – 2013 – №1(9). – С. 62-67 (0,5 друк. арк.).

36. Plastun V. L. Specifics of national debt management and its consequences for the Ukrainian economy / A. O. Yepifanov, V. L. Plastun // Banks and Bank Systems. Volume 5, Issue 4, 2010. – P. 38-42 (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив державного боргу на розвиток ФР України (0,3 друк. арк.).*
37. Пластун В. Л. Проблеми страхового шахрайства та практика його уникнення / В. Л. Пластун // Економіка: проблеми теорії та практики: зб-к наук. праць. – 2009. – Випуск 254: В 6 т. – Т. II. — С. 477-488 (0,5 друк. арк.).

Статті у зарубіжних наукових виданнях

38. Пластун В. Л. Критический анализ современных портфельных теорий в контексте их использования в управлении портфелями институциональных инвесторов / В. Л. Пластун // Оралдын гылым жаршысы. Серия “Экономические науки, государственное управление”. – 2014. – №1 (80). – С. 17-25 (0,6 друк. арк.).
39. Пластун В. Л. Исследование причинных связей в развитии институциональных инвесторов и фондового рынка (на примере Украины) / В. Л. Пластун // Вестник Витебского государственного технологического университета. — 2013. — № 24. — С. 177-187 (0,9 друк. арк.).
40. Plastun V. Features of Exchange Rate Regulation During the Currency and Financial Crises (Case of Ukraine) / F. Zhuravka, V. Plastun // Nauka i Studia. – 2013. – №31 (99). – P. 16-26 (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено вплив валютного регулювання на діяльність ІНСІ (на прикладі банків) (0,3 друк. арк.).*
41. Пластун В. Л. Роль негосударственных пенсионных фондов на фондовом рынке Российской Федерации / В. Л. Пластун, А. Н. Омардибирова // Современный научный вестник. – 2013. – №19 (158). – С. 5-12 (0,6 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив недержавних пенсійних фондів на діяльність ФР Росії (0,3 друк. арк.).*
42. Plastun V. Force-Majeure Events And Financial Market's Behavior / O. Plastun, V. Plastun // Socioeconomic and humanitni studie. – 2013. – No 2, vol. 3. – P. 43-59 (1 друк. арк.). *Особистий внесок: формалізовано вплив форс-мажорних подій на ціни фінансових інструментів ФР (0,5 друк. арк.).*

Тези доповідей на наукових конференціях

43. Пластун В. Л. Особенности организации инвестиционных процессов у разных типов институциональных инвесторов // Экономические и организационные проблемы управления в современных условиях: материалы заочной межвузовской науч.-практ. конф. профессорско-преподавательского состава / под ред. В. М. Панченко, Н. А. Кулагиной. - Брянск: БГТУ, 2014. – С. 447-457 (0,6 друк. арк.).
44. Пластун В. Л. Проблеми розвитку інститутів спільного інвестування / В. Л. Пластун // Фінансова система України: проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних відносин: збірник тез доповідей

- Міжнар. наук.-практ. конф. (16-18 травня 2013 р., м. Севастополь). – Сімферополь : ТНУ ім. В.І. Вернадського, 2013. – С. 232-234 (0,2 друк. арк.).
45. Пластун В. Л. Ключові наслідки від існування інформаційної асиметрії для економіки та економічних суб'єктів / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Актуальні проблеми теорії і практики менеджменту в умовах трансформації економіки : зб. тез на ІНСІ Міжнародної науково-практичній конференції (м. Рівне, 18-19 квітня 2013). – С. 198-201 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено вплив інформаційної асиметрії на діяльність ІНСІ (0,1 друк. арк.).*
46. Plastun V. L. The Role of Institutional Investors in Stock Market Stability / V.L. Plastun // Materialy IX Miedzynarodowej naukowo-praktycznej konferencji "Dynamika naukowych badan – 2013". Volume 2. Ekonomiczne nauki.: Przemysl. Nauka i Studia – P. 3-4 (0,15 друк. арк.).
47. Пластун В. Л. Інституційні інвестори та їх значення в стабільності фондового ринку / В. Л. Пластун // Одинадцята Всеукраїнська наукова Internet-конференція: "Зимові читання, присвячені видатним вченим в галузі обліку, аналізу і контролю" (м. Житомир, 20-21 лютого 2013 р.). – Режим доступу: <http://zsas.zhitomir.org/ru/forum/plastunvl> (0,2 друк. арк.).
48. Пластун В. Л. Фундаментальний аналіз як сучасна концепція аналізу біржової інформації / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Всеукр. наук.о-практ. конф. "Фінансово-економічні проблеми сучасного світу: шляхи і перспективи їх вирішення на мікро-, макро- та мегарівнях". Збірник тез (22 лютого 2013 р.). Кременчук, 2013. – С. 177-179 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано фактори фундаментального аналізу інструментів ФР (0,1 друк. арк.).*
49. Пластун В. Л. Значення інституційних інвесторів у структурному та інфраструктурному розвитку фондового ринку / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Збірник наукових праць міжнародної конференції "Реформування та розвиток науки: сучасні виклики". Частина III (м. Київ, 2 лютого 2013 р.). Київ, 2013. – с. 76-78 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль ІНСІ в структурному розвитку ФР (0,1 друк. арк.).*
50. Пластун В. Л. Поведінка біржових ринків: погляд з позиції гіпотези ефективного ринку / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Модернізація та суспільний розвиток економіки країни: збірник матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., (м. Сімферополь, 25-26 січня 2013 року) / НО "Economics". – Сімферополь, 2013. – С. 129-130 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено реакцію ФР на зміни в діяльності ІНСІ (0,1 друк. арк.).*
51. Пластун В. Л. Необхідність урахування біржової інформації в діяльності рейтингових агентств / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун // Сучасні проблеми інвестиційної діяльності України: збірник матеріалів міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 18-19 січня 2013 р.) : У 2-х частинах. – Київ : ГО "Київський економічний науковий центр", 2013. – Ч. 1. – С. 35-37 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: систематизовано релевантні інформаційні потоки на ФР (0,1 друк. арк.).*
52. Пластун В. Л. Проблеми розвитку страхових компаній в Україні і світі в сучасних умовах / В. Л. Пластун // Економічні підсумки 2012 року: досягнення

- та перспективи: зб-к. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф. (1-2 грудня 2012 року) / НО “Economics”. – Сімферополь, 2012. – С. 102-104 (0,2 друк. арк.).
53. Пластун В. Л. Роль інституційних інвесторів в сучасній моделі розвитку фінансової системи / В. Л. Пластун // Проблеми та перспективи економіки в сучасному світі: матеріали XVII Міжнар. наук.-практ. конф. (30 листопада - 1 грудня 2012 р.) : у 2-х частинах / Київ : Аналітичний центр “Нова Економіка”, 2012. – Ч. 2. – С. 92-95 (0,2 друк. арк.).
54. Пластун В. Л. Розвиток недержавних пенсійних фондів в Україні і світі в умовах фінансової нестабільності / В. Л. Пластун // Особливості економічних процесів в умовах фінансової нестабільності: матеріали XX Міжнар. наук.-практ. конф. (23-24 листопада 2012 року) : у 2-х частинах / ГО “Львівська економічна фундація”. – Львів : ЛЕФ, 2012. – Ч. 1. – С. 38-39 (0,1 друк. арк.).
55. Пластун В. Л. Проведення оцінки ліквідності акцій українських емітентів при формуванні портфелю цінних паперів / В. Л. Пластун // Економіка і управління: досягнення та перспективи: збірник тез Міжнар. наук.-практ. конф. (23-24 листопада 2012 р.) : у 3-х частинах / ГО “Центр економічних досліджень і розвитку”. – Одеса : ЦЕДР, 2012. – Ч. 3. – С. 101-103 (0,2 друк. арк.).
56. Plastun V. L. Statistical Assessment of Exchange Markets Reaction on Force Majeures / V. L. Plastun, O. L. Plastun // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика. Збірник тез доповідей VII Міжнар. наук.-практ. конф. (24-25 травня 2012 р.). У 2 томах. Том 1. Суми, ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 46-47 (0,3 друк. арк.). *Особистий внесок: виявлено вплив форс-мажорних подій на ціни фінансових активів на ФР (0,15 друк. арк.).*
57. Пластун В. Л. Формування оптимального інвестиційного портфелю акцій “блакитних фішок” українського фондового ринку / В. Л. Пластун, В. С. Домбровський // Фінанси України: глобальні та національні імперативи розвитку: Матеріали XVI Міжнар. наук.-практ. конф.: м. Дніпропетровськ, 30-31 березня 2012 р. – Вид-во “Інновація”, Дніпропетровськ. – С. 118-120 (0,2 друк. арк.). *Особистий внесок: розроблено пропозиції щодо оптимізації інвестиційного портфелю акцій для ІНСІ (0,1 друк. арк.).*
58. Пластун В. Л. Проблеми та перспективи розвитку страхового ринку України / В. Л. Пластун // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей ХІНСІ Всеукр. наук.-практ. конф. (28-29 жовтня 2010 р.): у 2-х т. / ДВНЗ “УАБС НБУ”. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 169-171 (0,2 друк. арк.).

Навчальні посібники

59. Пластун В.Л. Деривативи в системі фінансово-економічної безпеки економічних суб'єктів / В. Л. Пластун // Управління фінансовою безпекою економічних суб'єктів: навч. посібн. / ДВНЗ “УАБС НБУ” ; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. С. М. Фролова ; [С. М. Фролов, О. В. Козьменко, А. О. Бойко та ін.]. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2015. – С. 276-295 (0,7 друк. арк.).

60. Пластун В. Л. Управління фінансовими ризиками / В. Л. Пластун, Т.А.Васильєва // Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник / За ред. І. О. Школьник. – К.: “Центр учбової літератури”, 2014. – С. 323-340 (0,8 друк. арк.). *Особистий внесок: розглянуто особливості використання похідних фінансових інструментів при управлінні фінансовими ризиками (0,4 друк. арк.).*

АНОТАЦІЯ

Пластун В. Л. Методологічні основи діяльності інституційних інвесторів на фондовому ринку. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Українська академія банківської справи, Суми, 2016.

Дисертація присвячена розробленню теоретико-методологічних засад діяльності ІНСІ як фінансових посередників на ФР з урахуванням специфіки їх взаємного впливу. У роботі досліджено сутність ІНСІ як фінансових посередників; поглиблено систему критеріїв класифікації їх типів; доповнено їх загальні та специфічні функції; поглиблено методичний інструментарій прогнозування динаміки розвитку ФР; розроблено концептуальні засади взаємообумовленості розвитку ФР та ІНСІ; обґрунтовано методологію виявлення причинно-наслідкових зв'язків між розвитком ФР та ІНСІ; досліджено вплив ІНСІ на стабільність розвитку ФР; сформовано систему критеріїв та обмежень при формуванні інвестиційної стратегії ІНСІ; обґрунтовано методичні засади врахування стадії розвитку економіки при її формуванні; удосконалено критеріальну базу портфельної оптимізації ІНСІ; розроблено модель формування оптимального інвестиційного портфелю ІНСІ з урахуванням впливу екзогенних детермінант їх інвестиційної стратегії; удосконалено методичний інструментарій врахування ліквідності фінансових активів та транзакційних витрат на ФР при управлінні інвестиційним портфелем ІНСІ; розроблено комплекс заходів щодо реформування діяльності ФР та ІНСІ в Україні; запропоновано методичний підхід до регулювання ФР та ІНСІ в залежності від стадії економічного циклу.

Ключові слова: інституційні інвестори, фондовий ринок, фінансові посередники, інвестиційні компанії, страхові компанії, пенсійні фонди, банки, портфельна теорія.

АННОТАЦИЯ

Пластун В. Л. Методологические основы деятельности институциональных инвесторов на фондовом рынке. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Украинская академия банковского дела, Сумы, 2016.

В работе предложено рассматривать институциональных инвесторов (ИНСИ) как финансовых посредников, которые размещают привлеченные денежные средства физических и юридических лиц (аккумулированные в фонды

денежных средств) в инструменты финансового рынка и другие активы с целью получения прибыли путем формирования портфелей таких активов на принципах диверсификации вложений и защиты их от потерь, обеспечение стабильного уровня дохода, достижения других инвестиционных целей. Это позволило расширить функциональное назначение ИНСИ с учетом их роли в обеспечении эффективного функционирования фондового рынка (ФР).

Предложены методологические основы прогнозирования динамики развития ФР на основе применения мультирегрессионной модели на данных различных стран мира, что позволяет сгруппировать их в зависимости от направления воздействия активов различных ИНСИ на уровень капитализации ФР и объем торгов на нем.

Предложена концепция взаимообусловленности ФГ и ИНСИ на основе идентификации причинно-следственных изменений, связанных с функциональным взаимным влиянием ИНСИ на ФР, а также выявлены причинно-следственные связи между развитием ФР и ИНСИ путем формализации (с помощью теста Грэнджера) временных лагов между индикаторами развития ФР и индикаторами развития ИНСИ. Это дало возможность эмпирически подтвердить гипотезу о начальной стадии развития ФР Украины.

Выполнено оценивание уровня стабильности ФР путем разработки интегрального и композитных индикаторов, что позволило сделать вывод об ее среднем уровне в Украине с наличием нисходящего тренда. Конкретизация специфических особенностей взаимного влияния ФР и ИНСИ в процессе портфельной оптимизации осуществлена с учетом ряда критериев и ограничений при формировании инвестиционной стратегии ИНСИ.

Предложено учитывать стадию развития экономики при формировании инвестиционных стратегий ИНСИ путем разработки имитационной модели. Это позволяет формализовать приоритетные направления изменений в структуре инвестиционного портфеля ИНСИ для каждой из этих стадий, поскольку при этом учитывается характер реакции индикаторов доходности и риска финансовых активов на переход к следующей стадии.

При управлении инвестиционным портфелем ИНСИ предложено использовать в качестве целевого критерия портфельной оптимизации модифицированный коэффициент Омега. Разработан механизм его расчета, который позволяет учесть весь спектр функций распределения доходности финансовых активов, установить целевой уровень доходности оптимизированного портфеля и обеспечить пенализацию тех ценных бумаг, уровень риска которых создает для инвестора информационную асимметрию.

Эмпирически подтверждено, что мультифакторная модель формирования оптимального инвестиционного портфеля ИНСИ с учетом влияния экзогенных детерминант инвестиционной стратегии по критерию максимизации модифицированного коэффициента Омега позволяет ИНСИ формировать портфели финансовых активов, уровень доходности которых превышает доходность ведущих украинских инвестиционных фондов.

Предложен механизм учета ликвидности финансовых активов и транзакционных издержек при корректировке структуры инвестиционного портфеля ИНСИ, который позволяет конкретизировать выбор общей стратегии управления инвестиционным портфелем ИНСИ при текущем состоянии развития ФР.

Определены основные векторы и практические механизмы реформирования деятельности ФР и ИНСИ в Украине в контексте расширения ресурсной базы ИНСИ, нормативно-правового обеспечения деятельности ИНСИ и ФР, регуляторной работы на ФР, инфраструктурного развития ФР, защиты прав инвесторов, обеспечения ликвидности торгов на ФР. Регулирование ФР и деятельности ИНСИ предложено осуществлять с учетом фазы экономического цикла для снижения общей волатильности ФР, повышения надежности ИНСИ, формирования конкурентной среды и поддержания доверия ИНСИ к рынку.

Ключевые слова: институциональные инвесторы, фондовый рынок, финансовые посредники, инвестиционные компании, страховые компании, пенсионные фонды, банки, портфельная теория.

SUMMARY

Plastun V.L. Methodological bases of institutional investors' activity in the stock market. – Manuscript.

The dissertation for the acquisition of the scientific degree of Doctor in Economics in speciality 08.00.08 – Money, finances and credit. – Ukrainian Academy of Banking, Sumy, 2016.

This dissertation is devoted to development of theoretical and methodological foundations of the institutional investors (INSI) activities as financial intermediaries in the stock market (SM) with accounting for the specifics of their mutual influence. The essence of INSI as financial intermediaries was investigated. The classification of INSI was extended as well as their general and specific functions. Methodological tools to predict the dynamics of the SM were proposed. Conceptual principles of interdependence between INSI and SM were developed. Methodology for identifying causal relationships between development of INSI and SM was justified. The influence of INSI on the stability SM was defined. The system of criteria and limitations in the formation of investment strategy of INSI was formed. The methodical basis which takes into account the stage of economic development in the formation of the investment strategy of INSI was proposed. Criterial basis for portfolio optimization of INSI were improved. The model of investment portfolio optimization accounting for the influence of exogenous determinants of INSI's investment strategy was developed. Methodical tools, which take into account the liquidity of financial assets and transaction costs in SM in portfolio management, were proposed. The complex measures for the SM and INSI reform in Ukraine were developed. The methodical approach to the regulation of the SM and INSI depending on the stage of the economic cycle was proposed.

Keywords: institutional investors, stock market, financial intermediaries, investment companies, insurance companies, pension funds, banks, portfolio theory.

Відповідальний за випуск
доктор економічних наук, професор
Леонов Сергій Вячеславович

Підписано до друку 22.02.2016.
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 1,9.
Гарнітура Times. Тираж 120 пр.

Віддруковано у ВВП «Мрія-1».
40000, м. Суми, вул. Кузнечна, 2.
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:
серія ДК, № 36 від 19.04.2007