

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

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

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

ФОРМАЛІЗАЦІЯ ФУНКЦІОНАЛЬНИХ ОБМЕЖЕНЬ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ НА ОСНОВІ ПОРІВНЯЛЬНОГО АНАЛІЗУ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ КРАЇН ГРУПИ FM СЕЕС

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

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

Табл. 6. Рис. 1. Літ. 22.

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

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

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

ФОРМАЛІЗАЦІЯ ФУНКЦІОНАЛЬНИХ ОГРАНИЧЕНЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНСТИТУТОВ СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА БАЗЕ СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ СТРАН ГРУППЫ FM СЕЕС

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

частіше відносять до групи "Frontier" (наприклад, за класифікацією "Morgan Stanley Capital International" [19]). Звісно, фондовий ринок кожної країни в межах однієї групи має власні специфічні особливості, що залежать не тільки від рівня його розвитку, але й від традицій, які склалися у бізнес-середовищі. Проте, залежно від рівня розвитку, для національних ринків, що належать до однієї групи, можна виокремити певні спільні риси. Якщо говорити про граничні ринки цінних паперів ("Frontier markets"), то серед них ринки країн Східної та Центральної Європи (підгрупа FM СЕЕС) мають найбільше спільних рис з українським фондовим ринком.

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

По-перше, організований (біржовий) фондовий ринок як ринок, який адекватно відображає ринкові процеси перерозподілу капіталу в країні, не повністю охоплює весь обсяг операцій з цінними паперами. Так, наприклад, в Україні частка організованого фондового ринку у сукупному обсязі операцій з цінними паперами протягом останніх 5 років знизилася з 5,9% до 3,37% [11].

При цьому питома вага позабіржового фондового ринку в інших країнах, ринки яких відносяться до групи FM СЕЕС, також є досить низькою порівняно з розвиненими фондовими ринками. Зокрема, в Японії обсяг операцій на позабіржовому ринку цінних паперів становить лише 1%, у США – 25%, в Чехії – 60%, в Словаччині – 80%, в Росії – 90% [16; 20].

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

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

Окрім неадекватності біржових індексів, граничні ринки також характеризуються порівняно низькими обсягами торгів щодо національного ВВП (табл. 1).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

По-п'яте, для країн, в яких фондовий ринок ідентифікується як "Frontier market", характерна недосконалість законодавства, особливо в контексті тривалості терміну реєстрації зміни власника на цінні папери, а також недосконалості системи захисту прав власників цінних паперів. Так, зокрема, у Великій

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

По-шосте, в країнах, фондові ринки яких ідентифікуються як "Frontier markets", фінансова система, як правило, є нестабільною та суттєво залежить від політичних чинників. Так, наприклад, за результатами опитування, проведеного у 2009 р., 35,9% населення Болгарії, 28,8% населення Румунії та 35% населення Сербії зазначали, що корумпованість органів державної влади має значний вплив на ведення бізнесу в цих країнах [17]. Це суттєво впливає на обсяги залучення довгострокового інвестиційного капіталу на національних фондових ринках і створює перешкоди для входження іноземного капіталу на них.

По-сьоме, в країнах з фондовими ринками групи "Frontier" спостерігаються диспропорції в структурі фінансової системи. Переважання банківських активів над активами інвестиційних фондів є досить суттєвим, що свідчить загалом про нерозвиненість ринку спільного інвестування в даних країнах порівняно з банківським сектором (табл. 4).

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

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

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

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

Це обумовлено такими причинами:

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

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

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

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

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

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

Таким чином, розглянувши особливості функціонування граничних ринків країн Східної та Центральної Європи, можна виділити такі функціональні обмеження, що впливають на ефективність інвестиційної політики інститутів спільного інвестування:

- обмеженість можливостей розширення ресурсної бази;
- необ'єктивність ринкового курсоутворення;
- обмеженість можливостей для залучення інститутами спільного інвестування довгострокових інвестиційних ресурсів;
- невпорядкованість нормативно-правової бази;
- монополізація банківською системою виконання функції трансформації заощаджень в інвестиції;
- обмеженість напрямків інвестування на фондовому ринку;
- низький рівень довіри населення до небанківських фінансових установ;
- низька схильність населення до заощадження за допомогою фондових інструментів;

- низька питома вага організованого фондового ринку.

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

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

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

3. Висока схильність населення страхувати внутрішньоекономічні ризики через переведення власних заощаджень в іноземну валюту (рис. 1), що ускладнює їх залучення інститутами спільного інвестування (оскільки формувати власні фонди та здійснювати торговельну діяльність на фондовому ринку вони можуть лише в національній валюті).

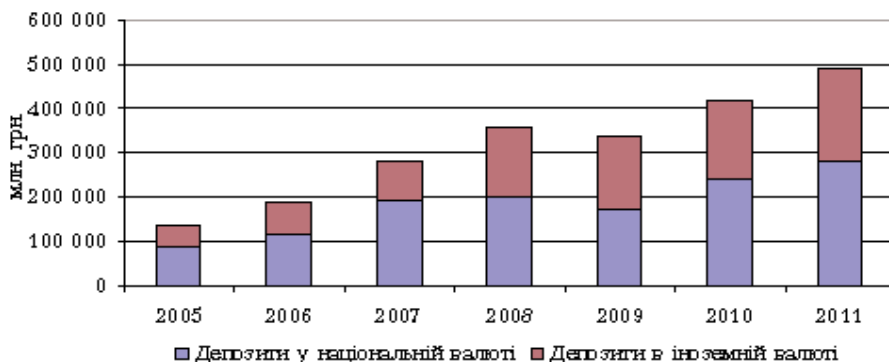


Рис. 1. Валютна структура депозитів резидентів України в 2005–2011 рр. [5]

4. Нестабільність економіки, що обумовлює малий термін розміщення заощаджень. Найбільш популярним терміном розміщення банківських депозитів сьогодні є 1 рік. Оскільки ефективний термін інвестування в Україні становить 3–5 років, виникають суттєві проблеми щодо підтримки ресурсної бази інститутів спільного інвестування через відсутність довгострокових вкладів, що поглиблюються обмеженістю доступного інструментарію залучення нових ресурсів.

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

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

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

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

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

Що стосується управління активами інститутів спільного інвестування, то варто зауважити, що формування їхніх портфелів цінних паперів вимагає потужної інформаційної бази як про емітентів цінних паперів, так і про фондовий ринок в цілому. Проблема асиметрії інформації на ринку цінних паперів є дуже актуальною. З одного боку, високий ступінь розкриття інформації емітентом буде сприяти підвищенню інтересу до його цінних паперів з боку торговців і свідчити про чесність та відкритість такої компанії. З іншого – надлишкова відкритість інформації створює ризики використання її конкурентами у боротьбі за ринкові позиції. Недостатня відкритість інформації емітентом захищає його від конкурентних втрат, проте не дає змоги торговцям адекватно оцінити фінансовий стан емітента й створює видимість його недобросовісності. За даними агентства "Standard & Poor's", у 2010 р. індекс прозорості України, що відображає середнє значення прозорості 36 вітчизняних компаній, які мають найбільший рівень капіталізації, дорівнює 23,9%. Дане значення є набагато нижчим за аналогічні показники промислово розвинутих країн і навіть нижчим, ніж середнє значення інформаційної прозорості 30 найбільших банків України, що складає 42,7% [6].

Іншим проблемним питанням у функціонуванні ринків групи FM СЕЕС є низька активність торговців на ринку, що в контексті управління активами інституту спільного інвестування звужує можливості щодо формування достатньої інформаційної бази для прогнозування динаміки ринку за допомогою інструментів технічного аналізу. Більше того, сьогодні взагалі відсутня достовірна інформація про операції на неорганізованому ринку, що мають досить велику питому вагу в загальному обсязі операцій з цінними паперами. Оскільки процес інвестування, як правило, триває більше одного року, то на такий тривалий період скласти достовірний макроекономічний прогноз досить важ-

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

Назва банку	Місце банку у рейтингу в 2009 р.*	Місце банку у рейтингу в 2010 р.	Балд %	Структура власності і права акціонерів, %	Фінансова і операційна інформація, %	Склад і структура спостережної ради і менеджменту, %	Бал у 2009 р., % та динаміка (↑ або ↓)†
ПІАТ «Воєвоукраїнський Акціонерний Банк»	1	1	65,1	83,7	58,8	60,3	71,4 (↓)
ПІАТ «Перший Український Міжнародний Банк»	10	2	60,9	66,1	61,2	52,3	55,9 (↑)
ПІАТ Комерційний банк «Приватбанк»	5	3	60,3	67,0	60,0	51,5	61,2 (↓)
ПІАТ «ОТП Банк»	-	4	56,8	68,2	58,3	47,6	-
ПІАТ «Райффайзен Банк Аваль»	7	5	58,8	75,4	54,2	52,4	57,1 (↑)
ПІАТ «УніКредит Банк»	-	6	51,4	60,5	50,4	41,0	-
ПІАТ «УкрСиббанк»	4	7	50,8	63,0	51,0	33,9	62,1 (↓)
ПІАТ «Укробанк»	6	8	49,7	72,0	42,4	42,1	57,4 (↓)
АТ Банк «Фінанси та Кредит»	-	9	46,9	64,7	41,5	41,0	-
АТ «УкрСиббанк»	-	10	46,1	55,7	44,4	38,7	-
Середній бал по 10 банкам-лідерам			54,9	67,6	52,2	46,1	61,3 (↓)
Середній бал по 30 найбільшим банкам України, які досліджувалися			42,7	56,3	37,5	42,2	48,8 (↓)

* знак ← означає що у 2009 р. банк не увійшов до десятка країн за рівнем інформаційної прозорості.

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

Враховуючи це, будувати портфель цінних паперів, використовуючи всю ресурсну базу та базуючись на результатах макроекономічних прогнозів, буде вкрай ризиковано. Необхідно мати у резерві певну частину ресурсів у ліквідній формі, це дасть змогу швидко змінити складові портфеля, тоді, коли економічні прогнози виявляться хибними.

Що стосується управління ліквідністю інститутів спільного інвестування, то характерною особливістю фондових ринків групи FM СЕЕС є мала кількість операцій порівняно з розвинутими ринками або навіть ринками, що розвиваються. Для таких ринків також характерне існування правила закриття біржі за значного зниження вартості індексного кошику (як правило, зниження біржового котирування більше ніж на 10% може призвести до зупинки торгів або по окремому цінному паперу, або в цілому по біржі). Звісно, в кризових умовах або в умовах високої волатильності, яка характерна для граничних ринків, таке правило може згубно відобразитися на ефективності управління портфелем цінних паперів. Більше того, небанківські фінансові посередники є більш вразливими до зміни схильності населення до заощадження, ніж банківські установи. Це обумовлено більшою довірою суб'єктів ринкових відносин до комерційних банків через їхню кращу капіталізацію, вищі вимоги до фінансової стійкості з боку органів державної влади та більшу диверсифікацію активів. Тому банківські інструменти заощадження сприймаються населенням як менш ризиковані, а отже, в кризових умовах при зниженні схильності до заощадження банківські пасиви будуть менш вразливими, ніж пасиви небанківських фінансових посередників, зокрема інститутів спільного інвестування. Отже, для торговців цінними паперами на ринках групи FM СЕЕС надзвичайно важливим елементом управлінської системи буде управління ліквідністю портфелем цінних паперів для забезпечення можливості швидкого реагування на зміни ринкової кон'юнктури.

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

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

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

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

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

Стаття надійшла до редакції 26.03.2012.