

ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИХ ІНВЕСТОРІВ НА РИНКУ АКЦІЙ: СТАН ТА ШЛЯХИ АКТИВІЗАЦІЇ

Розглянуто особливості інвестиційної діяльності інституційних інвесторів на ринку акцій. Проаналізовано основні тенденції цієї діяльності на світовому та українському ринках, визначено шляхи активізації інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку цінних паперів в Україні

Зростання фінансових можливостей інституціональних інвесторів стало одним з визначальних чинників розвитку світових ринків цінних паперів. На фоні активізації діяльності інституціональних інвесторів на світових фінансових ринках, в Україні потенційні можливості інституціональних інвесторів на ринку акцій використано недостатньо, що негативно впливає на розвиток фінансового ринку в цілому.

Дану проблему розглядали зарубіжні дослідники (Т. Кантур, М. Ноел, Р. Сміт, Ф. Фабозці, Н.Г. Адамчук, Б.Б. Рубцов). З українських авторів цю проблему вивчали Т. Вовк, Г. Друзенко, Г. Зугравий, Т. Качка, І. Коноваленко, М. Парапан, Н. Перестюк, а також С.І. Бессонова, яка проаналізувала проблему формування інвестиційних ресурсів підприємств позабанковими фінансовими організаціями¹; Н. В. Ткаченко, що досліджує інвестиційну діяльність страхових компаній²; Н. М. Ковальова вивчає механізм державного регулювання інвестиційної діяльності пенсійних фондів³. П.А. Правдивцев розглядає діяльність інституціональних

інвесторів як специфічну систему фінансування сучасної ринкової економіки, відзначаючи, що оскільки інституціональні інвестори є відкритими цілісними системами, які здатні до самоорганізації, для аналізу їх діяльності потрібний синергетичний підхід, найбільш придатний для дослідження складних структур, які виявляють здатність до самоорганізації і самоуправління⁴.

Водночас дослідження, які комплексно аналізують інвестиційну діяльність українських інституціональних інвесторів на ринку акцій в контексті загальносвітових тенденцій розвитку цієї діяльності на основі новітнього статистичного матеріалу практично відсутні.

Тому метою даного дослідження є аналіз особливостей інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку акцій України, визначення основних проблем та шляхів активізації цієї діяльності. Методи дослідження передбачають аналіз статистичних даних та праць українських та зарубіжних авторів.

Український ринок акцій має свої особливості, які обмежують інвестиційну активність інституціональних інвесторів. Український ринок акцій є фрагментованим й неліквідним; акції публічних компаній у вільному обігу складають не більше 4 %, що обмежує інвестиційну активність інституціональних інвесторів.

¹ Бессонова С. И. Проблемы инвестиционной привлекательности предприятий и пути их решения // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечение иностранных инвестиций: региональный аспект: Сб. научн. тр. – Донецк: ДонНУ, 2005. – С. 634–639.

² Ткаченко Н. В. Роль страхових компаній як інституційних інвесторів // Економіка: проблеми теорії та практики. Зб. наук. праць. Вип. 181: В 2 т. Том 1. – Дніпропетровськ, ДНУ, 2003. – С. 202–211.

³ Ковальова Н. М. Регулювання декларування інвестиційної політики накопичувальних пенсійних фондів: напрями вдосконалення вітчизняного підходу в світлі міжнародного досвіду // Ринок цінних паперів України. – 2005. – № 3-4. – С. 53-61.

⁴ Правдивцев П. А. Институциональные инвесторы в процессе глобализации мировой экономики // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2002. – №8-2. – С. 114-117.

На думку аналітика Агентства міжнародного розвитку США (US Agency for International Development, USAID) Р. Сміта, низька ліквідність українського ринку порівняно до ринків центральної і Східної Європи є наслідком корупції, політичного втручання та концентрації прав власності на приватизовані компанії в руках великих фінансово-промислових груп. Внаслідок цього на ринку ведуться торги акцій порівняно невеликого числа підприємств⁵.

Кажучи про стан ринку акцій в Україні, потрібно відзначити, що зараз Україна має низький рейтинг – “BB/Стабільний/В” від Standard &, “B1” від Moody's Investors' Service (на вересень 2006 р.). Це так звана неінвестиційна категорія, що обмежує діяльність українських інвесторів на міжнародному ринку. Такий самий рейтинг (BB/Стабільний/В) мають Сербія, Туреччина, Бразилія, Філіппіни, Гватемала та Індонезія. В цій групі Україна має один з найменших ринків акцій як за капіталізацією, так і за середньомісячним обсягом торгів.

Для того, щоб визначити особливості інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку акцій в Україні, доцільно окремо розглянути інвестиційну діяльність кожного з цих трьох суб'єктів фінансового ринку, які входять до інституціональних інвесторів – страхових компанії, недержавних пенсійних фондів та інвестиційних фондів (в Україні вони мають назву “Інститути спільного інвестування”, в США – взаємні фонди).

Сьогодні на міжнародних ринках акцій серед інституціональних інвесторів найбільш активними є *страхові компанії*, які прагнуть отримати прибуток за допомогою вигідного інвестування накопичених коштів. В економічно розвинених країнах страхові компанії постійно збільшують обсяг інвестованих коштів, при цьому значна частка інвестицій спрямовується в акції. Згідно даним на кінець 2003 р., інвестиції європейських

страхових компаній в акції (в % до загального обсягу всіх інвестицій) досягли: для Франції – 23,4 %, для Німеччини – 37,1, для Великої Британії – 43,3. Для ЄС в цілому цей показник становив 32,8 %⁶. Зокрема, у Франції 9 % від активів компаній, що страхують життя, становлять акції французьких підприємств, 6 % – акції іноземних (переважно європейських) підприємств⁷.

В *Україні* Закон “Про страхування” від 07.03.1996 р. № 85/96-ВР (далі – Закон) розрізняє дві форм страхування в Україні: обов'язкове й добровільне. Згідно ст. 31 Закону з метою забезпечення майбутніх виплат страхового відшкодування утворюються страхові резерви, кошти яких можуть інвестуватися з метою отримання прибутку за умови забезпечення прибутковості, ліквідності й диверсифікованості. Кошти страхових резервів мають бути представлені активами різних типів – зокрема акціями.

Частка акцій у структурі активів українських страхових компаній становила: 33,0 % в 2002 р., 34,2 – в 2003, 41,5 – в 2004, 50,6 – за три квартали 2005 р.⁸. Причина інтересу українських страхових компаній до акцій, так само як відсутність інтересу до державних цінних паперів (частка яких становила на 01.10.2005 р. 0,6 %) пов'язана з низькою прибутковістю державних цінних паперів – прибутковість облігацій внутрішньої державної позики, що були розміщені 26.07.2005 р., становила 7,5 %⁹).

⁶ Складено за даними Fédération Française des Sociétés d'Assurances. Rapport 2004 détaillé ([www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004activitefinancstesass/\\$file/RA04-07actifi.pdf](http://www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004activitefinancstesass/$file/RA04-07actifi.pdf)).

⁷ Складено за даними Fédération Française des Sociétés d'Assurances. Rapport 2004 détaillé ([www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004activitefinancstesass/\\$file/RA04-07actifi.pdf](http://www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004activitefinancstesass/$file/RA04-07actifi.pdf)); [www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004cahierstat/\\$file/RA04-11Cahierstat.pdf](http://www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004cahierstat/$file/RA04-11Cahierstat.pdf)).

⁸ За даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (www.dfp.gov.ua).

⁹ За даними НБУ (http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Rynok_kap/index.htm).

⁵ *Сміт Р.* Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації. – Washington: USAID, 2006. – С. 7-8 (www.capitalmarkets.kiev.ua/files/stock_exchange_study_ukr.pdf).

Оскільки прибутковість акцій є значно більшою, страхові компанії виявляють зацікавленість до інвестування коштів в акції. Частка акцій порівняно з іншими видами активів страхових компаній була найбільшою та постійно зростала з 33 % (1,35 млрд. грн. у 2002 р.) до 50,6 % (6,83 млрд. грн. у 2005 р.)

Порівняно з загальним обсягом емісії акцій у 2002 р. частка акцій в активах страхових компаній (33 %) становила 1,66 % у загальному обсязі випусків (81,23 млрд. грн.); у 2004 р. частка акцій в активах страхових компаній (41,47 %) становила 5,7 % у загальному обсязі випусків (127, 59 млрд. грн.). Це пояснюється постійним зростанням прибутковості акцій: індекс ПФТС за період з 2002 по 2005 р. виріс у більше ніж 6 разів¹⁰.

Згідно п. 8.2. розпорядження Державної комісії регулювання ринків фінансових послуг “Про затвердження Правил формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя” №2875 від 26.11.2004 р., встановлено такі обмеження на обсяг акцій в активах страхових компаній:

– акції й облігації українських та іноземних емітентів, якими торгують на фондовій біржі й електронних торговельних системах, що пройшли процедуру лістингу – не більше 30 %;

– акції й облігації українських емітентів, що здійснюють діяльність менше 5 років – не більше 10 %.

В інвестиційній політиці українських страхових компаній, так само як і в зарубіжних країнах, резерви компаній, що страхують життя, мають найбільше значення, оскільки тривалий строк страхових контрактів дозволяє вкладати одержані кошти в довгострокові проекти.

Інвестиції в акції пов'язані з великими ризиками, тому в світовій практиці страхові компанії вкладають капітал переважно в конвертовані облігації¹¹. Але в Україні

страхові компанії часто інвестують свої резерви в цінні папери з більш високим ризиком, зокрема в акції. Оскільки інвестиційний потенціал страхових компаній значний, а страхова галузь розвивається динамічно, подальше зростання обсягу інвестування активів страхових компаній в акції могло б сприяти загальній активізації розвитку українського фондового ринку. Але в цілому, незважаючи на перспективність інвестиційної діяльності українських страхових компаній на ринку акцій, обсяг таких інвестицій поки що залишається відносно невеликим.

Пенсійні фонди (насамперед недержавні) в країнах з розвиненими ринками цінних паперів накопичили значні кошти, які можуть інвестуватися в цінні папери. Тому на світовому фінансовому ринку пенсійні фонди посідають важливе місце серед інституційних інвесторів (близько 25 % інвестицій), а їх роль постійно зростає. Основна частка інвестицій припадає на корпоративні акції.

Зокрема, в США нагромадження коштів на пенсійних рахунках стало більш вигідним, ніж інші види вкладень, і сумарний обсяг фінансових активів недержавних пенсійних фондів зріс з \$ 244,3 млрд. у 1975 р. до \$ 4444,4 млрд. у 2004 р. При цьому відсоткова частка корпоративних акцій зменшилася з 44,2 % у 1975 р. до 38,0 % у 2004 р.)¹² що пояснюється зростанням значення інших видів фінансових активів. Частка акцій взаємних фондів становила в 2004 р. 26,4 % (в 1975 р. – менше 2 %; в 1990 – менше 5 %).

Якщо до 70-х років ХХ ст. пенсійні фонди США здійснювали консервативну інвестиційну політику, купуючи переважно американські акції, то особливістю інвестиційної стратегії пенсійних фондів у США у 90-ті роки ХХ ст. є активізація їх вкладень в акції міжнародних корпорацій.

¹⁰ Розрахунки за даними ПФТС (<http://www.pfts.com/ukr/>).

¹¹ Fabozzi F. The handbook of fixed income securities. – N.Y.: McGraw-Hill, 2005. – P. 610.

¹² www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1975-1984.pdf
www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1985-1994.pdf
www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf

Спосіб організації пенсійних фондів суттєво впливає на їх інвестиційну політику. Фонди з фіксованою пенсією (виплати регулює підприємство, ризики зменшені) в інвестуванні надають перевагу акціям. Якщо ж нефіксована пенсія залежить від виплат окремих працівників, ризик зростає, і перевага в інвестуванні надається облігаціям, як більш надійному інструменту.

В *Європі* на відміну від англо-американських недержавних пенсійних фондів, які не використовують нормативного обмеження видів активів для інвестицій, європейські пенсійні фонди віддають перевагу облігаціям. Так, щодо обмежень на інвестування пенсійних фондів, то в Великій Британії, Ірландії та Іспанії таких обмежень немає. В Голландії інвестиції обмежені 5 % акцій підприємства-спонсора, в Німеччині – 30 % в європейських акціях, 6 % в неєвропейських акціях, 6 % в неєвропейських облігаціях; в Португалії – 40 % в акціях та іноземних облігаціях; в Росії – 50 % в акціях і облігаціях (максимальна кількість облігацій одного емітента не може перевищувати 10 % від сукупного обсягу облігацій цього емітента)

В *Україні* недержавні пенсійні фонди виникли недавно, а їх інвестиційна політика перебуває в стадії становлення. Сприяло розвитку недержавних пенсійних фондів видання Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р. №1057-IV. Згідно ст. 47 цього закону до активи пенсійного фонду містять в собі активи в грошових коштах та активи в цінних паперах. Пенсійні активи в цінних паперах містять у собі акції й облігації українських емітентів, що відповідно нормам законодавства пройшли лістинг і знаходяться в обігу на фондовій біржі чи в торговельно-інформаційній системі, зареєстрованих у встановленому законодавством порядку; акції іноземних емітентів, що знаходяться в обігу на організованих фондових ринках і пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, чи в торговельно-інформаційній системі NASDAQ. Активи пенсійного фонду в цінних паперах не можуть

включати в себе цінні папери, що не пройшли лістинг фондової біржі.

Згідно ст. 49 цього Закону, встановлено наступні обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами недержавних пенсійних фондів: обсяг цінних паперів одного емітента не можуть перевищувати 5 %; обсяг акцій українських емітентів не може перевищувати 40 %.

Хоча абсолютні показники обсягу коштів недержавних пенсійних фондів, інвестованих в акції, з 1.10.2005 р. до 01.01. 2006 р. зросли з 2,3 млн. грн. до 3,2 млн. грн. (на 37,5 %), частка акцій в загальному обсягу активів зменшилася з 8,54 % до 7,1 %.¹³

Як відомо, пенсійна реформа почалася в Україні у 2003 році після ухвалення законодавчої бази для реформування обов'язкової державної системи пенсійного забезпечення та впровадження II і III рівня (недержавні пенсійні фонди). Згідно з законодавством, ці фонди інвестували кошти в акції і облігації українських підприємств, які пройшли лістинг і торгуються на ліцензованих організаторах торгів – біржах або електронних торговельних системах.

Інвестиційні фонди інвестують свої кошти в цінні папери (зокрема в акції) з метою одержання прибутку, що дає змогу знизити порівняно з банківським кредитом вартість запозичення коштів. Наприклад, у США швидкий розвиток таких фондів (в США вони мають назву “взаємні фонди”) розпочався у 80-і роки ХХ ст., коли були зняті деякі законодавчі обмеження і збільшилася розмаїтість типів вкладень і варіантів інвестиційної політики. З 1994 по 2004 рр. активи інвестиційних фондів зросли в США з 0,6 до \$5,4 трлн.¹⁴

Хоча наприкінці 80-х – на початку 90-х років ХХ ст. основним компонентом активів взаємних фондів були облігаційні фонди з причини надійності інвестицій в облігації (в

¹³ За даними ДКРПФП (<http://www.dfp.gov.ua/news.php?iid=102§ion=1&page=2&full=1&lang=ua>).

¹⁴ За офіційними даними ФРС США (www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1985-1994.pdf; www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf)

1986 – вартість активів облігаційних фондів становила \$260 млрд., а вартість активів фондів акцій – \$160 млрд.), обсяг активів фондів акцій зростав більш динамічно (у 1993 р. вартість активів облігаційних фондів становила \$760 млрд., вартість активів фондів акцій – \$749 млрд.; у 1998 р. вартість активів облігаційних фондів становила \$1 трлн., вартість активів фондів акцій – \$2,4 трлн.), що пояснюється зростанням загального обсягу капіталів, накопичених інвестиційними фондами в США з причини збільшення добробуту населення і, внаслідок цього, готовністю інвестиційних фондів інвестувати кошти в більш ризиковані цінні папери, зокрема в акції.

У *Російській Федерації* прискорення розвитку інвестиційних фондів відбувалося під впливом Федерального Закону “Про інвестиційні фонди” від 29.11.2001 № 156-ФЗ. За даними на 01.2006 р. вартість активів фондів акцій становила 111,7 млрд. руб (59,7 % від вартості активів всіх інвестиційних фондів). Середня прибутковість фондів акцій становила 40-60 %.¹⁵

В *Україні* інвестиційні фонди мають назву “інститути спільного інвестування”. Вони були започатковані під час проведення приватизаційної реформи для забезпечення обігу приватизаційних цінних паперів¹⁶, а 19 лютого 1994 р. було видано Указ Президента України №55.94, яким затверджувалося Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії.

На кінець 2005 р. було зареєстровано 284 інститути спільного інвестування; загальний обсяг емісії цінних паперів інститутів спільного інвестування досяг 26,3 млрд. грн., а частка венчурних пайових інвестиційних фондів (ПІФ) – основних емітентів цінних паперів – перевищувала 92 %.

Дані про структуру активів інститутів спільного інвестування містяться в аналітичному звіті ДКЦПФР. Останній з опублікованих звітів базувався на даних за станом на 01.10.2004 р., коли при загальному обсязі інвестиційного портфеля інститутів спільного інвестування в 255,04 млн. грн. частка акцій складала 227,26 млн. грн. (89,1 %). Порівняно з загальним обсягом випусків акцій на 01.10.2004 р. (121,94 млрд. грн.), частка акцій в активах інститутів спільного інвестування становила 0,19 %¹⁷

Частка акцій в інвестиційному портфелі інститутів спільного інвестування з 2004 р. до кінця 2005 р. зростає в 3,14 рази, що більше ніж темпи зростання частки корпоративних облігацій (2,34 рази)¹⁸. Це свідчить про те, що в Україні інститути спільного інвестування (так само як аналогічні інвестиційні фонди в інших країнах) відносяться до фінансових посередників, розвиток яких відбувається найдинамічніше.

Підсумовуючи аналіз інвестиційної діяльності трьох різновидів інституціональних інвесторів, відзначимо, що частки акцій в активах інституціональних інвесторів в Україні суттєво відрізняються. Для інститутів спільного інвестування ця частка становить 89,1 % (обсяг активів в акціях – 227,3 млн грн), для страхових компаній – 50,6 % (6823,4 млн грн), для недержавних пенсійних фондів – 7,1 % (3,2 млн грн).

Отже, в Україні найактивнішими інвесторами на ринку акцій є інститути спільного інвестування, на другому місці – страхові компанії, а інвестиційна активність недержавних пенсійних фондів на ринку акцій невелика. Але в цілому аналіз інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку акцій свідчить про те, що порівняно з загальним обсягом випуску акцій, вартість акцій в активах інституціональних інвесторів є незначною.

В умовах взаємозалежності та взаємовпливу країн на світових фінансових

¹⁵ Зюзяев А. ПИФы «отыгрались» за прошлый год (<http://www.nlu.ru/library/list/detail/index.php?ID=10273>)

¹⁶ Вовк Т., Друзенко Г., Зугравий Г., Качка Г., Коноваленко І., Парапан М., Перестук Н. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – С. 144.

¹⁷ За даними річного звіту ДКЦПФР за 2004 р. (<http://www.ssmc.gov.ua/4/2004/3-2.shtml>).

¹⁸ За даними аналізу активів на основі звітів 29 ICI (<http://www.uaib.com.ua/?cat=183>).

ринках порівняно низький рівень інвестиційної активності українських інституціональних інвесторів (зокрема, на ринку акцій) не сприяє процесам інтеграції українського ринку в міжнародний.

Існує ряд чинників, які стримують розвиток інституціональних інвесторів, зокрема:

– недостатній рівень прибутків середнього класу (заощадження якого в усіх країнах є основним джерелом коштів інвестиційних фондів);

– недостатність надійних інструментів на внутрішньому фінансовому ринку;

– загальний низький рівень організації ринку акцій;

Подальший розвиток інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку акцій в Україні пов'язаний з удосконаленням нормативної бази, зокрема, стосовно системи обліку та реєстрації прав власності на цінні папери, а також захисту інвесторів.

Кажучи про шляхи активізації інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку акцій в Україні, можна відзначити, що проблема прискорення розвитку інституціональних інвесторів тісно пов'язана з проблемою гармонізації українського ринку з міжнародним. Під впливом умов міжнародного ринку неефективні організації, чия діяльність пов'язана з ринком цінних паперів, змушені або адаптуватися до умов ринку й трансформувати свою структуру, або взагалі зникнути. До того ж, з урахуванням процесів міжнародної інтеграції, внутрішні емітенти цінних паперів зазнають вплив конкурентів в інших країнах, що змушує емітентів підвищувати якість цінних паперів, вдосконалювати стандарти розкриття інформації та посилювати захист прав інвесторів.

Порівняно з темпами розвитку приватного фінансового сектора (від менше 13 % від ВВП в 2001 р. до більш ніж 50 % ВВП в 2005 р.), в якому основне значення мають банки, темпи розвитку діяльності інвестиційних інвесторів, зокрема обсяги інвестицій на ринку акцій, значно відстають. Серед основних причин цього потрібно відзначити концентрацію активів українського фондового ринку в 10

великих компаній (70 % обсягу фондового ринку), а також низьку ліквідність ринку.

Крім недосконалої структури фондового ринку, розвиток діяльності інституційних інвесторів на ринку акцій в Україні гальмують такі чинники, як низький рівень прозорості інформації, проблеми в сфері корпоративного управління та, в кінцевому рахунку, надто велике втручання з боку держави¹⁹.

Загальний невисокий рівень інвестиційної активності українських інституціональних інвесторів на ринку акцій гальмує процеси вільного руху капіталу в найперспективніші сектори економіки, а також не сприяє ефективному використанню потенційних інвестиційних ресурсів. Тому напрямком подальших досліджень автора є прогностичне моделювання з метою виявлення способів активізації інвестиційної діяльності інституціональних інвесторів на ринку акцій в Україні.

ЛІТЕРАТУРА:

Нормативні документи:

1. Закон України “Про страхування” від 07.03.1996 р. № 85/96-ВР.

2. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.03.2001 г. №2299 (http://www.fk.com.ua/files/38_zakonukranipros.doc).

3. Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” від 09.07.2003 р. №1057-IV.

4. Указ Президента України від 24. 11. 2005 Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 29 червня 2005 року “Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні” та від 28 жовтня 2005 року “Про заходи щодо утвердження гарантій та

¹⁹ Зокрема, за оцінкою експертів Світового економічного форуму за якістю корпоративного управління Україна посідає 77 місце з 102 досліджених країн, відстаючи від Росії та держав Східної Європи (Noel M., Kantur Z., Prigozhina A. etc The development of non-bank financial institutions in Ukraine. Policy reform strategy and action plan. – Washington: World Bank working paper № 81, 2006. – P. 13).

підвищення ефективності захисту права власності в Україні” (http://www.pension.kiev.ua/Ukr/Law_Base/NonFormatted/u-1648.html).

5. Розпорядження Державної комісії регулювання ринків фінансових послуг “Про затвердження Правил формування, обліку та розміщення страхових резервів за видами страхування, іншими, ніж страхування життя” №2875 від 26.11.2004 р.

6. Федеральный Закон РФ “Об инвестиционных фондах” от 29.11.2001 №156-ФЗ. Глава VI (www.nlu.ru/law/list/detail/index.php?ID=7283)

7. Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. №55/94 про затвердження Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії.

Джерела статистичної інформації:

1. Дані Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (ДКРРФП) (www.dfp.gov.ua).

2. Дані ДКЦПФР (<http://www.ssmc.gov.ua/>).

3. Дані НБУ (http://www.bank.gov.ua/Fin_ryn/Rynok_kap/index.htm).

4. Дані ПФТС (<http://www.pfts.com/ukr/>).

5. Дані ФРС США (www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1975-1984.pdf; www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1985-1994.pdf; www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf).

6. Fédération Française des Sociétés d'Assurances. Rapport 2004 détaillé ([www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004activitefinancstesass/\\$file/RA04-07actifi.pdf](http://www.ffsa.fr/webffsa/webffsa.nsf/html/raf2004activitefinancstesass/$file/RA04-07actifi.pdf)).

Література:

1. Адамчук Н.Г. Мировой страховой рынок на пути к глобализации. – М.: Московский государственный институт международных отношений; “Российская политическая энциклопедия” (РОССПЭН), 2004.

2. Бессонова С.И. Проблемы инвестиционной привлекательности предприятий и пути их решения // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечение иностранных инвестиций: региональный аспект: Сб. научн. тр. – Донецк: ДонНУ, 2005. – С. 634–639.

3. Вовк Т., Друзенко Г., Зугравий Г., Качка Т., Коноваленко І., Парпан М., Перестюк Н. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – 912 с.

4. Зюзяев А. ПИФы “отыгрались” за прошлый год (<http://www.nlu.ru/library/list/detail/index.php?ID=10273>).

5. Ковальова Н.М. Регулювання декларування інвестиційної політики накопичувальних пенсійних фондів: напрями вдосконалення вітчизняного підходу в світлі міжнародного досвіду // Ринок цінних паперів України. – 2005. – № 3–4. – С. 53–61.

6. Правдивцев П.А. Институциональные инвесторы в процессе глобализации мировой экономики // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2002. – №8-2. – С. 114-117.

7. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: Изд-во “Экзамен”, 2002.

8. Сміт Р. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації. – Washington: USAID, 2006 (www.capitalmarkets.kiev.ua/files/stock_exchange_study_ukr.pdf).

9. Ткаченко Н.В. Роль страхових компаній як інституційних інвесторів // Економіка: проблеми теорії та практики. Зб. наук. праць. Вип. 181: В 2 т. Том 1. – Дніпропетровськ, ДНУ, 2003. – С. 202–211.

10. Fabozzi F. The handbook of fixed income securities. – N.Y.: McGraw-Hill, 2005.

11. Noel M., Kantur Z., Prigozhina A. etc The development of non-bank financial institutions in Ukraine. Policy reform strategy and action plan. – Washington: World Bank working paper № 81, 2006.

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету