

Міністерство освіти і науки України
Львівський національний університет імені Івана Франка

НАУМЕНКО КЛИМ ВЛАДИСЛАВОВИЧ

УДК 339.72: 336.76

**ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ
В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ
НЕСТАБІЛЬНОСТІ**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство
і міжнародні економічні відносини

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Львів – 2017

Дисертацією є рукопис.

Роботу виконано на кафедрі світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного університету імені І. І. Мечникова.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
ЯКУБОВСЬКИЙ Сергій Олексійович,
Одеський національний університет
імені І. І. Мечникова,
завідувач кафедри світового господарства
і міжнародних економічних відносин.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
ГРАБИНСЬКИЙ Ігор Михайлович,
Львівський національний університет
імені Івана Франка
завідувач кафедри міжнародних економічних відносин

кандидат економічних наук, доцент
ДУГІНЕЦЬ Ганна Володимирівна,
Київський національний
торговельно-економічний університет,
доцент кафедри міжнародної економіки.

Захист відбудеться «30» травня 2017 року о 14 годині 00 хв. на засіданні спеціалізованої вченої ради К 35.051.21 у Львівському національному університеті імені Івана Франка за адресою: 79000, м. Львів, вул. Січових Стрільців, 19, ауд. 205.

З дисертацією можна ознайомитися у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79005, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розісланий «___» квітня 2017 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
к. е. н., доцент

Ю. Б. Федунь

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Світова фінансова система поступово еволюціонує, заміщаючи банківське посередництво на небанківські інститути і продукти. У другій половині ХХ століття банки і страхові компанії отримали серйозних конкурентів в особі пенсійних фондів й інститутів спільного інвестування (ІСІ). Серед активів пенсійних фондів цінні папери ІСІ займають істотну частку. Закумулювавши значні кошти від індивідуальних осіб, корпорацій і накопичень пенсійних фондів, ІСІ істотно впливають на коротко- і довгострокові тенденції розвитку фінансових ринків усіх країн світу.

У середовищі ІСІ в останню чверть століття також намітилися структурні зміни – розвиток теорії ефективності ринків вплинув на масове поширення індексних підходів до інвестування, біржові фонди (БФ) доповнюють і витісняють взаємні, а хеджеві фонди обросли додатковим регулюванням. Поява нових форм ІСІ відкриває нові можливості для інвесторів, але також трансформує ризики, властиві фінансовій системі, що вимагає постійного моніторингу й осмислення.

У світовій науковій літературі теоретичними аспектами проблематики ІСІ займалися Дж. Вільямс, М. Йенсен, Г. Марковіц, Р. К. Мертон, П. Самуельсон, Дж. Трейнор, Ю. Фама, У. Шарп, М. С. Шоулс, працюючи над теорією інвестицій і теорією ефективності ринків. В них вирішувалися питання оцінки активів, вибору оптимального портфеля інвестицій, дохідність портфелів в умовах підвищення ефективності ринків. Специфіці розвитку біржових фондів і їх відмінностям від взаємних фондів присвячено безліч робіт, зокрема, таких авторів як А. Агапова, С. Барнхарт, Г. Гастінау, Дж. Потерба, С. Рамасвами, Г. Ромпотис, М. Светіна та ін.

Роботи вітчизняних учених щодо цієї проблематики присвячені в основному питанням діяльності інвесторів на фінансовому ринку, розвитку фондового ринку. Українські вчені І. Краснова, С. Леонов, О. Мозговий, С. Науменкова, Р. Перепелиця, В. Поворозник, О. Собкевич, Є. Чемерис та багато інших займалися проблематикою українського фондового ринку, часто зосереджуючись не на причинах проблем, а на їх симптомах. Проблемам діяльності ІСІ, інвестиційному процесу присвячували дослідження автори В. Базилевич, О. Барановський, В. Борщевський, В. Геєць, Н. Горін, І. Грабинський, Г. Дугінець, В. Коверда, В. Ковтюх, В. Кравець, С. Криниця, О. Мозговий, С. Науменкова, С. Панчишин, А. Пересада, П. Перконос, М. Свердел, С. Якубовський та ін.

Невирішені аспекти проблеми. У вітчизняній науковій літературі, незважаючи на наявність великої кількості досліджень фінансових ринків, практично відсутній комплексний підхід до ринків ІСІ, особливо стосовно тих кардинальних змін, які відбуваються в останні десятиріччя з поширенням індексного інвестування і біржових фондів. Важливість розвитку небанківських фінансових посередників як істотної складової фінансової системи, гостра необхідність реформування пенсійної системи, яка у разі переходу до накопичувальної моделі породить попит на цінні папери ІСІ, обмежений практичний досвід використання ІСІ в Україні, невизначеність бачення застосування світового досвіду для розвитку національного ринку ІСІ зумовили вибір теми дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Проведене дослідження пов'язане з розробками наукових тем кафедрою світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного

університету імені І. І. Мечникова: «Стійкий розвиток національних економік в умовах нестабільності світової валютно-фінансової системи» (№ Д.Р. 0106U012136) та «Аналіз розвитку національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності» (№ Д.Р. 0116U006387).

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є дослідження причин, закономірностей розвитку ІСІ, процесів їх трансформації в умовах глобальної фінансової нестабільності та розробці практичних рекомендацій щодо розвитку ІСІ в Україні з урахуванням світового досвіду.

Згідно з метою дослідження, поставлені такі завдання науково-теоретичного і практичного характеру:

- з'ясувати економічну суть ІСІ, встановити їх місце в системі фінансового посередництва, у тому числі і в історичній перспективі;
- проаналізувати теоретичні основи функціонування підприємств ІСІ щодо їх впливу на трансформацію практичної діяльності і форм організації ІСІ, особливо в сфері індексного інвестування;
- встановити роль індексних стратегій інвестування і можливі наслідки поширення такої інвестиційної стратегії для ІСІ та фондового ринку;
- визначити вплив змін регуляторного середовища у відповідь на світову фінансову кризу 2008 року на діяльність ІСІ;
- оцінити кількісне взаємовідношення пенсійних систем і ІСІ;
- дослідити феномен біржових фондів (БФ): специфічні властивості, позитивні і негативні сторони;
- емпірично оцінити якості різновидів біржових фондів;
- виявити основні закономірності розвитку біржових фондів в країнах, де вони присутні;
- класифікувати ризики фінансової стабільності і сформулювати виклики, які ставить перед фінансовим співтовариством розвиток біржових фондів;
- проаналізувати фондовий ринок України як середовище функціонування ІСІ, виявити основні проблеми і оцінити сучасний стан ІСІ на національному ринку;
- запропонувати рамкові рекомендації, спрямовані на вдосконалення фондового ринку загалом і діяльності ІСІ зокрема.

Об'єкт дослідження – інститути спільного інвестування як одна з основних форм інституціональних інвесторів.

Предмет дослідження – сукупність процесів, що обумовлюють трансформацію діяльності ІСІ в останню чверть століття: чинники, що впливають на процес, закономірності розвитку ринку ІСІ, особливості процесів трансформації.

Методи дослідження. Методологічними інструментами дослідження є загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання. Для розкриття сутності діяльності ІСІ, визначення їхніх основних переваг та недоліків, тенденцій в розвитку і їхньої ролі серед інших фінансових посередників в інвестиційному процесі було використано загальнонаукові методи дослідження – методи абстракції, аналізу, синтезу, порівняння, систематизації, класифікації, індукції та дедукції, історичний метод. Метод абстракції дозволив виділити головні властивості ІСІ. Історичний метод дозволив краще зрозуміти нинішній стан речей, а виявлення чинників, які сприяли фундаментальним змінам раніше, – прогнозувати, як розвиватиметься ситуація надалі. (Розділ 1) Методи аналізу та синтезу надалі можливість розглянути основні аспекти діяльності інвестиційних посередників і зробити висновки щодо існуючих та майбутніх тенденцій розвитку, класифікувати різнопланові характеристики біржових фондів і виді-

лити їх визначальні характеристики. (Розділ 1, Розділ 2) Ці ж методи дозволили дослідити стан українського фондового ринку та зробити пропозиції щодо усунення основних проблем для розвитку ІСІ і накопичувальної пенсійної системи. (Розділ 3) Метод індукції використовувався при аналізі шляхів поширення ризиків структурних фінансових продуктів на фінансову систему в цілому (Розділ 2). Для емпіричного оцінювання властивостей різновидів біржових фондів використовувалися методи регресійного аналізу (Розділ 2). Кореляційний аналіз та графічні методи використовувалися для оцінки важливості факторів, що впливають на розвиток фондового ринку, і для оцінки взаємозв'язку національного фондового ринку із зарубіжними (Розділ 3).

Джерелами інформації для дослідження були наукові праці зарубіжних і вітчизняних учених, офіційні публікації міжнародних та українських фінансових організацій (Світовий Банк, Рада з фінансової стабільності (англ. FSB), ОЕСР, BlackRock, CFA Institute, Deutsche Bank, Investment Company Institute, НКЦПФР, УАІБ), закони та нормативні акти України, США, ЄС, статистичні дані діяльності фондових бірж SSE, WSE, УБ, Світового Банку, МВФ, Національного банку України, Державного комітету статистики, періодичні видання, інтернет-ресурси.

Наукова новизна одержаних результатів. Наукова новизна полягає в удосконаленні теоретичних положень функціонування ринку ІСІ, з'ясуванні та систематизації ролі ІСІ у процесі інвестування, визначенні ролі біржових фондів у сучасному світовому інвестиційному середовищі та їх характеристик, розробці рекомендацій щодо розвитку ІСІ на фондовому ринку України:

вперше

– розроблено концепцію розвитку інститутів спільного інвестування під впливом гіпотези ефективності ринків, що ґрунтується на використанні методів структурно-функціонального аналізу сутності, функціональності, форм ІСІ та аналізу теорій, що лежать в основі їхньої діяльності. Використання запропонованого підходу дає можливість виявити основні закономірності розвитку ІСІ та спрогнозувати подальші напрями розвитку, встановити роль ІСІ серед інших інвестиційних посередників, визначити саме біржові фонди як основних бенефіціарів поширення індексних стратегій інвестування, наслідки поширення цих стратегій серед ІСІ для фінансових ринків, з'ясувати специфіку, ризики біржових фондів для інвесторів та використати результати для розробки механізмів попередження розповсюдження фінансової нестабільності, пов'язаної з біржовими фондами на національному та на світовому фінансових ринках;

удосконалено

– теоретичні підходи до поняття інституту спільного інвестування, що базуються на функціональності, класифікації інститутів фінансового посередництва та біржових фондів зокрема; систематизацію досліджень і результатів, присвячених теорії ефективності ринків. Така систематизація дає повніше уявлення про теоретичні засади процесів, які відбуваються на національному та світовому фінансових ринках, особливо в сфері розповсюдження пасивних стратегій інвестування;

– існуючі підходи до оцінки специфічних властивостей біржових фондів, визначення позитивних і негативних сторін у порівнянні з іншими типами інвестиційних фондів; аспекти поширення ризиків синтетичних та традиційних біржових фондів, зокрема, канали поширення на фінансову систему в цілому. Останнє дозволяє попередити реалізацію негативних сценаріїв за допо-

могою регуляторного законодавства у питаннях організації і функціонування біржових фондів;

– розуміння характеристик біржових фондів. На основі регресійних моделей і первинної інформації встановлено, що синтетичні біржові фонди, які обертаються на швейцарській фондовій біржі, в цілому менш точно слідує стратегії індексного інвестування, ніж їх класичні аналоги; визначені фактори, які впливають на відхилення. Це дозволяє портфельним менеджерам і приватним інвесторам краще розуміти специфіку двох типів БФ, а також роз'яснює ситуацію, коли краща здатність повторювати дохідність індексу синтетичними БФ використовується як аргумент їх переваги над фізичними БФ;

набули подальшого розвитку

– характеристики механізмів взаємодії ІСІ з іншими інвестиційними посередниками, зокрема, з пенсійними фондами: перехід накопичувальних пенсійних систем до планів з фіксованими внесками зумовлює більшу схожість в інвестиційних цілях між пенсійними фондами й ІСІ і, як наслідок, проникнення пенсійних фондів на ринок ІСІ. З іншого боку, виведення на фондовий ринок великих обсягів активів пенсійного забезпечення значно впливає і на індустрію ІСІ. Розуміння зв'язку між пенсійними фондами та ринком ІСІ дозволяє ефективніше організувати накопичувальні пенсійні системи і застерігає від ризиків використання ІСІ при імплементації інвестиційних стратегій пенсійними фондами.

– рекомендації щодо розв'язання проблем фондового ринку, які стримують розвиток ІСІ в Україні. Аналіз основних проблем розвитку фондового ринку в Україні і становища ІСІ на ньому привів до формулювання первинних заходів, спрямованих на його реформування: поліпшення рівня правопорядку; підвищення рівня корпоративного управління; підвищення фінансової грамотності населення; збільшення пропозиції на ринку фінансових інструментів через розвиток технологій подвійного листингу і спрощення доступу до зарубіжних активів через спрощення валютного законодавства; зміна монетарної політики НБУ – зосередження на таргетуванні інфляції, а не на курсовій стабільності; спрощення доступу на фондовий ринок і до індивідуальних рахунків в цінних паперах.

Практичне значення одержаних результатів. Дослідження заповнює прогалину, що існує в зарубіжній і в більшій мірі у вітчизняній науковій літературі, щодо діяльності ІСІ, комплексного розуміння основних тенденцій розвитку і змін в індустрії під впливом теорії ефективності ринків і, особливо, стрімкого поширення біржових фондів, їх визначальних характеристик і ризиків, пов'язаних з їх діяльністю.

Дисертація може бути корисна тим, хто за родом діяльності пов'язаний з фінансовими ринками: практикуючим фахівцям у сфері управління активами, організаторам інвестиційних фондів, інституціональним та індивідуальним інвесторам, інвестиційним банкірам, оскільки дозволяє краще зрозуміти фактори, що визначають розвиток ринків фінансового посередництва, тенденції в індустрії ІСІ в часі і по країнах, різні аспекти їх діяльності, властивості для інвесторів.

Матеріали роботи можуть використовуватися також викладачами при підготовці лекцій, спецкурсів і науковцями, які працюють над темами, пов'язаними з інвестиційним посередництвом, інститутами спільного інвестування, механізмами взаємодії пенсійних фондів та ІСІ, розвитком біржових фондів або фондовим ринком України. Висновки, що стосуються проблем фондового

ринку, можуть бути корисні як для діючих і потенційних учасників, так і для регуляторів фондового ринку України.

Основні висновки та результати використовуються в діяльності Управління цінних паперів Акціонерного банку «Південний» (довідка від 24.02.2017 р.), ТОВ «Портфельний інвестор» (довідка від 20.01.2017 р.) та при підготовці навчально-методичних матеріалів з дисциплін: «Спільні підприємства у світовій економіці», «Міжнародні економічні відносини», «Управління міжнародними портфельними інвестиціями» (довідка від 07.02.2017 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаним науковим дослідженням. Усі наукові результати, що викладені у дисертації та виносяться на захист, отримані автором особисто. Із робіт, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише результати, отримані автором особисто.

Апробація результатів дисертаційної роботи. Основні результати наукової роботи доповідались на наукових семінарах кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного університету імені І. І. Мечникова, а також були апробовані на такій науково-практичній конференції та семінарах: VI міжнародна науково-практична конференція «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності» (м. Одеса, 22-23 квітня 2016 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Валютно-фінансові механізми сучасної світової економіки» (м. Севастополь, травень 2013 р.), III міжнародній науково-практичній конференції «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності» (м. Одеса, 26-27 квітня 2013 р.); III міжнародній науково-практичній конференції «Українсько-російське порубіжжя: стан та перспективи співробітництва» (м. Харків, 15 грудня 2012 р.); міжнародній конференції «Сталий розвиток та штучний холод» (м. Одеса, 8 жовтня 2012 р.); міжнародному науково-практичному семінарі «Емпіричні підходи щодо вивчення рівня добробуту у країнах СНД» (м. Одеса, 10 липня 2012 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності» (м. Одеса, 27-28 квітня 2012 р.); міжнародному науково-практичному семінарі «Багатство, бідність та добробут у транзитивних суспільствах» (м. Одеса, 11 липня 2011 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Стратегії розвитку постсоціалістичних країн в умовах європейської економічної інтеграції» (м. Одеса, 23-24 квітня 2010 р.).

Публікації. Основні наукові результати опубліковані у 5 статтях у фахових наукових виданнях, у тому числі одне з яких включено до міжнародних наукометричних баз, та у двох статтях в міжнародних періодичних виданнях, одне з яких включено до міжнародних наукометричних баз та написано у співавторстві (загальним обсягом 4,6 д. а.), та 9 виданнях матеріалів тез наукових конференцій (загальним обсягом 1,3 д. а.). Дисертант є автором окремого розділу колективної монографії, особисто автору належить 1 д. а.

Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг основного тексту налічує 196 сторінок. Додатки займають 50 сторінок і містять 20 таблиць і 51 рис. Перелік використаних джерел налічує 197 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У вступі обґрунтовано актуальність обраної теми, визначено мету, завдання, об'єкт, предмет і методи дослідження, сформульовано наукову новизну

та практичну значущість одержаних результатів, надано відомості про їх апробацію.

Перший розділ – «Економічна сутність діяльності інститутів спільного інвестування» присвячений з'ясуванню економічної суті об'єкта дослідження (ІСІ), їх місця в системі фінансового посередництва, історичному аналізу розвитку ІСІ та аналізу теорій, що лежать в основі інвестиційної діяльності ІСІ, особлива увага приділяється теорії ефективності ринків.

Суть і специфіка фінансових посередників найкраще розкривається через їх основні функції. Встановлено, що базовою функцією є мобілізація і спрямування вільних грошових ресурсів в реальний сектор економіки за допомогою кредитно-депозитного (безризикового) або інвестиційного (ризикового) механізмів. Їх діяльність спрощує процес інвестування для індивідуальних інвесторів – завдяки зниженню інформаційної асиметрії, зменшенню трансакційних витрат і забезпеченню ліквідності. Частина функцій дозволяє виділити самостійну, а не посередницьку роль фінансових посередників: управління ризиками, «подовження» грошей, дослідження фінансових ринків та підвищення їх ефективності.

До інституціональних інвесторів відносять страхові компанії, пенсійні фонди та інститути спільного інвестування – ІСІ. Також окремо виділяють суверенні фонди країн та КУА. В свою чергу ІСІ – це відкриті та закриті інвестиційні фонди, біржові фонди, хеджеві фонди, фонди фондів. В Україні до ІСІ законодавчо віднесені венчурні фонди та фонди прямих інвестицій, що не розповсюджено в міжнародних практиках.

Встановлено, що особливістю ІСІ, на відміну від страхових компаній і пенсійних фондів, є відсутність якихось точних оцінок за зобов'язаннями, що дозволяє їм зосередитися на максимізації прибутку при заданому рівні ризику. Це означає перенесення ризиків на кінцевого інвестора в обмін на велику потенційну прибутковість. Сформульоване визначення, що базується на функціональності: ІСІ – це фінансовий інструмент, суть якого полягає в тому, щоб залучити (акумулювати) вільні грошові кошти безлічі інвесторів і передати їх професійному управляючому, який здійснить інвестиції зібраних коштів в активи, – цінні папери, права власності, нерухомість чи товари, з метою отримання прибутку згідно заявленої інвестиційної стратегії і подальшого розподілу цього прибутку і первинно вкладених коштів серед інвесторів пропорційно часткам, що належать інвесторам.

Історичний аналіз розвитку ІСІ, дозволив виявити точки біфуркації, та причини які вплинули на напрямок розвитку в той чи інший бік. В першу чергу фактором розвитку ІСІ ідентифіковано наявність розвиненого і прозорого фондового ринку, іншими факторами – фінансові інновації підприємців та регуляторне середовище, яке включає також небажані, випадкові наслідки.

Аналіз праць зарубіжних учених дозволяє зробити висновок про те, що не існує єдиної думки відносно діючої форми ефективності ринків, більш того, сама постановка гіпотези і запропоновані форми ефективності піддаються критиці. Критики ГЕР, зокрема, відзначають необґрунтованість припущення про раціональних інвесторів, не схильних до ризику, що лежить в основі гіпотези.

Незважаючи на контрверсійність теорії ефективності ринків, різноманітні дослідження, присвячені цьому питанню, дозволили поліпшити розуміння механізмів ціноутворення і цінової зміни, проявили залежності, що існують на фондових ринках, виявили і допомогли усунути цінові аномалії, дозволили оцінити результативність інвестиційних управляючих. Результати досліджень цінності активного управління інститутами спільного інвестування також су-

перечливі. З одного боку, існують досить надійні підтвердження того, що в середньому управляючі взаємних, пенсійних, хеджових фондів не можуть перевершити по дохідності індексні портфелі. З іншого, існують фонди, які експлуатують певні неефективності ринку (ефект малих компаній тощо), або управляючі яких володіють перевершуючою кваліфікацією для відбору недооцінених цінних паперів або вибору часу виходу на ринок, або використовують інші, невідомі широкому колу інвесторів стратегії, і ці фонди або індивідуальні інвестори впродовж довгого часу досягають результатів вищих, ніж результати пасивного інвестування в індекс.

Але висновки досліджень про обезціненість активного інвестування призвели до важливого історичного зсуву кінця семидесятих, наслідки якого ми можемо спостерігати в наш час. Це розповсюдження індексного інвестування.

У другому розділі – «Аналіз сучасних тенденцій на ринку інститутів спільного інвестування» встановлено кількісне розповсюдження індексних стратегій інвестування і можливі наслідки поширення такої стратегії для ІСІ та фондового ринку, визначено вплив змін регуляторного середовища після 2008 року на діяльність ІСІ, оцінено кількісне взаємовідношення пенсійних систем й ІСІ, досліджено специфічні властивості біржових фондів (БФ), виявлено основні закономірності розвитку БФ в регіонах світу, класифіковано ризики фінансової стабільності, сформульовано виклики, які ставить перед фінансовим співтовариством розвиток БФ, емпірично оцінено якості фізичних та синтетичних БФ.

Поширення парадигми ефективності ринків і переваги індексних фондів призвели до того, що серед класичних американських взаємних фондів акцій (втім, це вірно і для європейських, і не лише фондів акцій) упевнено зростає частина фондів, заявлених як індексні: з 2000 по 2015 рр. їх частка збільшилася більше ніж у 2 рази – з 9,4 до 22%. Більше того, ще приблизно 20% взаємних фондів у світі (14% в США) є «приховано» (неявно) індексними, хоча менеджери і називають їх активно-керованими. Автором оцінена частка прихованого і явного індексного інвестування, яка складає близько 4,64 трлн. дол. або 47% від 9,87 трлн. дол. активів взаємних і біржових фондів акцій США на кінець 2015 року.

Подальший аналіз цього явища виявив, що найпопулярнішим індексом для бенчмаркінга є індекс S&P 500. На фонди, які відкрито прив'язані до нього, припадає 31% активів взаємних індексних фондів. Це створює додатковий попит на акції індексу. Аналіз досліджень щодо відповідності "справедливої" вартості акцій зі списку S&P 500 і їх ринкової ціни показав, що має місце дисбаланс – компанії, що входять в індекс S&P 500, торгуються з премією. І якщо у 1978 році її оцінювали в 7,7%, то за тією ж методологією у 1997-му році вона досягла значних 46,6%. Можливо, автори роботи переоцінили розмір премії через методологічну помилку, або вона була знівельована пізніше, після її виявлення, оскільки інші, пізніші дослідження вказують на менший розмір премії – акції, які додавалися в індекс S&P 500 між 1990-м і 2005-м роком, в середньому підвищувалися в ціні на 9% під час цієї події. Збільшення ліквідності не повністю пояснює таке значне зростання. Аналогічні наслідки задокументовані для інших індексів – S&P Small Cap 600, Russell 1000/2000, Toronto Stock Exchange 300, Nikkei 225, MSCI індексів країн.

Дослідження взаємовідношення ІСІ і пенсійних систем дозволяє стверджувати, що взаємні фонди відіграють ключову роль в нагородженні пенсійних активів. Взаємні фонди управляють 54% активів планів з фіксованими

внесками (20% у 1993 році) і 48% активів з рахунків IRA. В кінці 2015 року це означало, що взаємні фонди управляли як мінімум 7,1 трлн. дол. або 30% пенсійних коштів із загальної суми американського ринку пенсійних накопичень. В останнє десятиліття частка взаємних фондів в активах цих пенсійних планів постійна, що може свідчити – довгострокове зростання стабілізувалося.

Але виявлена і зворотна залежність – співпраця з пенсійною системою відіграє значну роль в розвитку ІСІ. Так, 68% людей, що вперше купили цінні папери взаємного фонду з 2005 по 2014 рік, зробили це у рамках пенсійного плану роботодавця. Багато учасників пенсійної системи, познайомившись зі взаємними фондами вперше завдяки участі в пенсійних планах, використовують їх надалі для інших накопичень. Близько половини довгострокових взаємних фондів (7,1 трлн. дол. з 15,7 трлн. дол.) знаходяться у володінні пенсійних планів.

З 1990-х років з'являються біржові фонди (ETF), які із самого початку створювалися для пасивного інвестування, в прив'язці до найбільш популярних фондових індексів. З 400 млрд. дол. у всьому світі у 2005 році активи БФ під управлінням виросли до 2879 млрд. дол. до кінця 2015 року, що відповідає зростанню майже у 22% річних. Вони показують високі темпи зростання, випереджаючи за швидкістю розвитку інші інвестиційні фонди.

У роботі комплексно досліджено процес еволюції біржових фондів (і більш широко – біржових продуктів, БП) – це дозволило виділити 3 напрями розвитку, що розпочався з другої половини 1990-х років: зростання активів, що випереджає інші інструменти, в абсолютному вираженні; розвиток нових якісних характеристик організаторами біржових фондів (біржових продуктів); розширення використання БФ різними групами інвесторів у фінансово розвинених куточках світу. Біржові фонди, маючи позитивні властивості взаємних фондів і власні визначальні характеристики, збільшують привабливість для інвесторів, зацікавлених в інститутах спільного інвестування. Сформульовані 6 основних конкурентних переваг БФ в порівнянні зі взаємними фондами: 1. Податкова ефективність. «Натуральний» («in-kind») процес створення і погашення акцій БФ не вимагає продажу ЦП з портфеля фонду, що не призводить до податкових зобов'язань для власників акцій БФ, які залишилися. У 2013 році в США майже 51% взаємних фондів акцій заплатили податок на приріст капіталу. В той же час, тільки 3,78% БФ потрапили під таке оподаткування. 2. Зручність управління активами. 3. Невеликі витрати на управління. 4. Розширення можливостей для інвестицій. 5. Прозорість.

Ідентифіковані і слабкі сторони біржових фондів. В цілому власники БФ несуть ті ж ризики, що і власники інших портфелів активів, наприклад, взаємних фондів: ринковий ризик, вузька спеціалізація, ризик процентних ставок, ризик зміни курсу валют, помилка слідування, механізм арбітражу.

За схемою організації виділяють синтетичні БФ у протиположності фізичним БФ. У світовому масштабі частка синтетичних БФ незначна, а найбільше поширення вони отримали в Європі, де займають приблизно третину ринку БП. Синтетичні БФ замість володіння фізичними активами повторюють дохідність індексу за допомогою деривативів. Спонсор БФ вступає у сволову операцію з відповідним фінансовим інститутом, часто – з материнським банком, щоб отримувати від нього дохідність індексу. Готівка передається контрагентові по сволю, в якості забезпечення контрагент передає спонсорові БФ портфель заставних активів (Рис.1). Ці активи можуть значно відрізнятися від складу індексу, за яким слідує БФ.

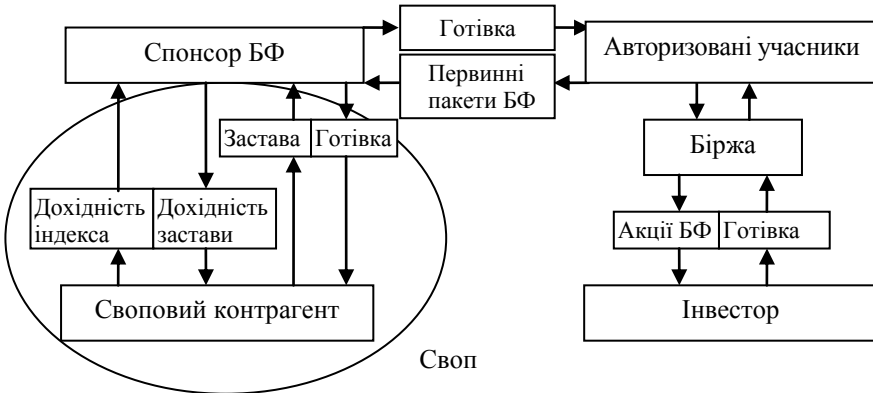


Рис. 1. Синтетична схема організації БФ і роль свопового контрагента.

Джерело: Побудовано автором на основі існуючих схем та суті синтетичного БФ.

Досліджено мотиви використання синтетичної схеми організації БФ. Одним із мотивів використання синтетичної структури є зменшення витрат на управління, який може мати місце між інвестиційним підрозділом материнського банку і його дочірньою структурою – організатором БФ. Якщо малоліквідні акції і облігації, які зберігаються у материнському банку, передати дочірнім спонсорам БФ в якості застави, то банк може отримати ліквідне фінансування під ці папери на кращих умовах, ніж іншими шляхами. Частина цієї економії може бути спрямована на зменшення управлінських витрат дочірнього БФ.

Аналіз мотивів використання синтетичної структури та регулювання БФ приводить до висновку, що одна з основних причин, чому в США не отримала масового розвитку синтетична структура – це законодавче обмеження на можливість побудувати своп зі зв'язаною стороною і отримати від цього додаткову вигоду. Досліджені регуляторні процедури стосовно застав і ризику контрагента, вимоги ліквідності і обмеження на леверидж, вимоги щодо розкриття інформації і прозорість, позичання цінних паперів із портфеля БФ також роблять неможливим або непривабливим використання синтетичної схеми в США.

Встановлено, що до того ж податкове законодавство в європейських країнах надає переваги синтетичним БФ. У Великій Британії створення пакета акцій фізичного БФ обкладається збором в розмірі 0,5% від вартості фізичних наявних активів у портфелі. В ЄС податкове законодавство у 2013 році запропонувало усунути такий дисбаланс, додатково обклавши податком свопові транзакції і передачу застави для синтетичних БФ.

Переваги синтетичної схеми БФ для інвесторів досягаються ціною збільшення ризиків, пов'язаних з фінансовою стабільністю. Враховуючи досвід кризи структурних фінансових продуктів 2007-08 рр., зважаючи на зростання структурної складності БФ, а також на властивості фізичних та синтетичних БФ, автором ідентифіковані основні ризики БФ та канали, за якими вони можуть порушити стабільність фінансової системи. Перші три пов'язані з синтетичними фондами, інші – з усіма типами БФ: 1). Ризик контрагента. 2). Ризик застави. 3). Неправильна оцінка ризиків через відсутність прозорості. 4). Ризик

цінних паперів, виданих у борг. 5). Передача зовнішніх шоків на базові ринки. 6). Ризик індексної бульбашки.

В дисертації аргументується, що для мінімізації ризиків доречніше надавати перевагу використанню консервативного підходу, а не поклатитися на складні математичні моделі: максимальна прозорість фінансових продуктів, класифікація їх згідно з властивими ризиками, спрощення ланцюжків контрагентів, консервативна оцінка вартості активів.

В роботі визначається, чи дійсно важливою конкурентною перевагою синтетичних фондів для інвесторів є менша помилка слідування в порівнянні з традиційними фондами, що є розповсюдженою думкою серед фахівців галузі. Для цілей дослідження була задіяна вибірка з 35 БФ, що котируються на Швейцарській фондовій біржі. Швейцарська фондова біржа (SSE) займає 4-е місце в рейтингу по обсягах торгів європейських БФ після LSE, Deutsche Borse і NYSE Euronext. В цьому дослідженні використовуються поширені методи оцінки помилок дотримання – перший спосіб (*TE1*) – оцінити середнє арифметичне абсолютних різниць між денними дохідностями БФ та індексних фондів. Другий (*TE2*) і третій (*TE3*) способи являють собою відповідно оцінку стандартного відхилення різниць і абсолютних різниць між денними дохідностями фондів та індексів. Ще один спосіб (*TE4*) оцінки помилки слідування – оцінити стандартне відхилення залишкових різниць: з регресії $R_k^{ETF} = \alpha_k + \beta_k R_k^{ind} + \varepsilon_k$, де R_k^{ETF} і R_k^{ind} – дохідність БФ і відповідного індексу, розраховані для дня з номером k .

Щоб відповісти на питання – чи перевершує фізична схема БФ синтетичну схему в здатності повторити дохідність індексу, був застосований тест на порівняння двох середніх незалежних вибірок після визначення того, чи є дисперсії цих вибірок рівними або ні. F-тест для порівняння дисперсії вибірок показав, що дисперсії не розрізняються (Таблиця 1).

Таблиця 1

Результати ANOVA

	<i>TE1</i>	<i>TE2</i>	<i>TE3</i>	<i>TE4</i>	<i>Alpha</i>	<i>Beta</i>	<i>R2</i>
<i>F</i> -test	1,349	0,949	1,507	1,301	1,560	1,102	1,143
<i>t</i> -test	1,654	2,086	1,699	1,700	4,117	-2,456	-2,086
<i>p</i> -value	0,107	0,045	0,099	0,098	0,000	0,019	0,045

Примітка. У таблиці представлені результати F-тесту на рівність дисперсій двох підвибірок – синтетичні і фізичні БФ. Критичне значення F-статистики для того, щоб відкинути нульову гіпотезу про рівність дисперсій, складає 2,21 з урахуванням рівнів свободи. Результати по F-тесту не дозволяють відкинути нульову гіпотезу рівності дисперсій. Таблиця також представляє результати t-тесту – тесту на рівність двох середніх підвибірок у разі рівних дисперсій цих підвибірок; р-значення демонструють рівень значущості t-тесту в десятковій формі.

Джерело: Розраховано і побудовано автором за даними Швейцарської фондової біржі.

Результати крос-секційної регресії чинників, що впливають на помилку слідування для усієї вибірки свідчать, що помилки слідування залежать від витрат на управління, кількості цінних паперів у бенчмарка і схеми повторення дохідності, але з різними прийнятними рівнями значущості. Середні денні

обсяги торгів не впливають на залежну змінну, за винятком одного з чотирьох способів підрахунку помилки слідування (Таблиця 2).

Таблиця 2

Чинники, що впливають на помилку слідування

	Залежні змінні			
	TE_1	TE_2	TE_3	TE_4
<i>Intercept</i>	0,0006 (0,471)	0,0037** (2,3)	0,0039*** (3,286)	0,0032** (2,431)
<i>TER</i>	0,0069*** (3,499)	0,0076*** (3,079)	0,0045** (2,476)	0,0073*** (3,555)
<i>LnVolume</i>	0,0003** (2,235)	0,0001 (0,965)	0,0000 (0,156)	0,0001 (1,047)
<i>Synth</i>	0,0011** (2,297)	0,0014** (2,377)	0,0007* (1,706)	0,0010* (2,031)
<i>Sec</i>	0,0000* (-1,874)	0,0000** (-2,44)	0,0000** (-2,73)	0,0000** (-2,636)
Adj R^2	0,323	0,304	0,250	0,331
F-stat	5,054***	4,717***	3,83***	5,214***

Примітка. Ця таблиця презентує результат множинних крос-секційних регресій. *Intercept* – вільний член регресії; *TER* – витрати на управління; *LnVolume* – ліквідність, вимірювана натуральним логарифмом середніх денних обсягів торгів; *Synth* – фіктивна змінна, яка дорівнює одиниці, якщо фонд використовує синтетичну схему, і нулю в іншому випадку; *Sec* – кількість цінних паперів у бенчмарка. * - 10% рівень значущості, ** – 5% рівень значущості, *** – 1% рівень значущості.

Джерело: Розраховано і побудовано автором за даними Швейцарської фондової біржі.

В цілому результати дають підставу стверджувати, що обидва типи фондів, представлені на Швейцарській фондовій біржі – синтетичні і фізичні, мають значні помилки слідування. Що важливіше, синтетичні БФ, незважаючи на поширену думку, виявляються менш точними в повторенні доходності індексу.

У третьому розділі – «Інститути спільного інвестування на фінансовому ринку України» досліджена специфіка зародження фондового ринку, проведений порівняльний аналіз кількісних показників розвитку фондового ринку України та інших країн, оцінені рівні розвитку індустрії ІСІ та НІФ, систематизовані та консолідовані думки експертів і учасників галузі стосовно проблем ринку, виділені найбільш важливі напрями для покращення становища фондового ринку та ІСІ.

Спираючись на критерії, по яких міжнародні агентства оцінюють фондові ринки країн – нормативне середовище, безпеку угод, врегулювання конфліктів, ділову обстановку, розвиток і свободу валютного ринку, можливість використання деривативів, виявлено, що український фондовий ринок або взагалі не класифікується, або відноситься до групи слаборозвинених фондових ринків, разом з ринками таких країн як Румунія, Болгарія, Еквадор, Гана, Оман, Замбія та ін.

Встановлено, що незадовільні характеристики за вказаними критеріями обумовлюють оцінені в роботі кількісні показники розвитку фондового ринку – низькі капіталізацію та ліквідність, незначні обсяги емісії з боку підприємств, тобто, дуже обмежену роль в перерозподілі національних ресурсів. Малий розмір ринку і рідкість внутрішніх інвесторів робить ринок дуже чутливим до потоків іноземного капіталу, обумовлюючи високу волатильність. Рівень free-

float для українських «блакитних фішок» складає усього 7%, що характеризує фондовий ринок як другорядне джерело залучення коштів і свідчить про автономність навіть тих компаній, які вважаються публічними.

Ідентифіковано, що основною зовнішньою проблемою для ФР є відсутність розвиненої системи захисту прав інвесторів. З глобальної точки зору це – відсутність дієвої судової системи для вирішення корпоративних конфліктів, рішення якої базуються на правових принципах та не викликають підозру у корумпованості. З точки зору конкретних законодавчих норм – відсутність чіткої регламентації прав акціонерів та відповідальності за їх недотримання.

Вирішальність прав власності для нормального функціонування ринку відмічається багатьма авторами. Ці висновки підкріплюються розрахованим в роботі статистичним зв'язком: на даних світового банку продемонстрована наявність позитивного зв'язку між рівнем правопорядку і рівнем розвитку ФР. Більше того, встановлено, що у світі відсутні країни з низьким рівнем правопорядку і розвиненим ФР: для дослідженого періоду, якщо індекс правопорядку нижче 0, то капіталізація не перевищує 75% від ВВП. Тобто, високий рівень правопорядку, вимірний по цілому ряду показників, що враховують силу контрактів, права власності, ефективність поліції і судів, рівень кримінальних злочинів, – є необхідною (але не достатньою) умовою високої капіталізації ФР.

Окрема увага приділяється ролі накопичувальних пенсійних систем в розвитку фондового ринку та ІСІ навіть в країнах, де на фондовому ринку традиційно активні індивідуальні інвестори. Встановлена статистична залежність між капіталізацією ФР та розміром активів накопичувальної пенсійної системи для групи країн, по яким є дані щодо фондового ринку, що підтверджує цю концепцію. Напрямок зв'язку залишається дискусійним питанням і, скоріш за все, є двостороннім.

Аналіз пенсійної системи в Україні привів до висновку, що тут домінує солідарна система, яка зазнає серйозних труднощів, природа яких характерна і для розвинених країн. При цьому накопичувальна складова представлена тільки не обов'язковим рівнем і охоплює менше 5% працюючих. Загальна сума активів на кінець 2015 року складає 1,98 млрд. грн, що складає 0,1% від номінального ВВП та 1-2% від капіталізації ринку (за різними оцінками капіталізації). Тобто, в Україні важлива складова фінансового ринку – накопичувальна пенсійна система, знаходиться в зачатковому стані, її вплив на фондовий ринок країни незначний, а на цінні папери ІСІ взагалі відсутній.

Обґрунтовано, що без усунення чинника консервативного валютного законодавства неможливий розвиток ФР за рахунок збільшення пропозиції якісних інструментів і залучення іноземних інвесторів. У свою чергу, цей чинник залежить від усунення причин дефіциту валюти. До них відносяться вирівнювання торгового балансу, залучення іноземних інвестицій і, не в останню чергу, розумна інфляційна політика. Для України інфляція є суттєвою загрозою для фінансових інструментів у національній валюті. Хоча український ФР, що характеризується індексом ПФТС, і вріс в абсолютних значеннях на 200% з 1997 по 2013 рік, але з урахуванням інфляції втратив більше половини вартості.

Аналіз кількісних показників розвитку ІСІ в Україні показав, що більше 90% активів ІСІ – це активи венчурних фондів. Поширені зарубіжні класифікації ІСІ, як правило, не відносять венчурні фонди до ІСІ, а в українському законодавстві їх доцільність регулюється саме законом про ІСІ. Заглиблення в це питання дозволило виявити, що реалії ринку в Україні привели до спо-

твореної ролі венчурних фондів – найчастіше вони використовуються як холдингова структура для активів фінансово-промислових груп і оптимізації фінансових потоків, оскільки мають певні податкові переваги.

Розглянуті окремо показники невенчурних ІСІ демонструють, що їхні активи за весь період спостережень з 2006 по 2015 рік не перевищували 1% ВВП. Це є вкрай низьким показником, і відносить Україну до країн, де практично не розвинена індустрія ІСІ. Оцінки наявного ресурсу для ІСІ виявили, що в Україні існує значний нереалізований інвестиційний потенціал фізичних осіб. У банківській системі знаходиться близько 400 млрд грн. на депозитах, які з 2005 по 2015 рік зростали темпами, що випереджають ставки по депозитах.

Оскільки стан, в якому знаходяться ІСІ в Україні, в першу чергу пов'язаний із середовищем, в якому вони функціонують, то перспективи розвитку ІСІ в першу чергу залежать від оздоровлення фондового ринку України. В роботі класифіковані, та роз'яснені напрями, які потребують першочогової роботи:

у сфері державної політики:

- покращення інституціональної основи та макроекономічного становища: покращення захисту прав власності, проведення корпоратизації державних підприємств і подальшої приватизації, покращення фінансової освіти громадян, бюджетна стабілізація, таргетування інфляції та валютна лібералізація;

- заходи щодо покращення роботи фондового ринку та ІСІ, зокрема: розширення пропозиції фінансових активів за рахунок подвійного обігу, розширення пропозиції фінансових активів за рахунок доступу до зарубіжних ЦП, законодавче впровадження другого рівня пенсійної системи;

у сфері бізнесу:

- напрями роботи для приватного сектору: лобіювання приватизаційних процесів, участь у приватизації, покращення корпоративного управління; участь в інформаційній кампанії; залучення до процесу подвійного обігу акцій; лобіювання впровадження другого рівня НПФ, розширення пропозиції НПФ; спрощення доступу на фондовий ринок для потенційних інвесторів.

ВИСНОВКИ

1. Встановлено, що особливістю ІСІ є відсутність якихось точних оцінок по зобов'язаннях, що дозволяє їм зосередитися на максимізації прибутку при заданому рівні ризику. Сформульовано функціональне визначення ІСІ та узагальнено підходи до класифікацій інституціональних інвесторів та ІСІ зокрема. Як показав історичний аналіз, розвитку ІСІ сприяли не лише внутрішні характеристики, властиві цим інститутам, але і зовнішні процеси: розвиток ринку базових цінних паперів і фінансової грамотності населення, випадковий дисбаланси, викликані державним регулюванням, і на останньому історичному етапі – накопичення пенсійних ресурсів кількісно великого середнього класу.

2. Основою інвестиційної діяльності ІСІ є ідеї, методи, відкриття, розроблені у рамках теорії інвестицій. До найважливіших з них можна віднести метод оцінки фінансових активів за допомогою дисконтованого потоку платежів, портфельну теорію Г. Марковича, теорію оцінки капітальних активів.

Наукові підходи, розроблені авторами теорії інвестицій, сприяли розвитку теорії ефективності ринків. Систематизовано численні дослідження гіпотези ефективності ринків. Це дозволило зробити таке узагальнення: наукове співтовариство і учасники ринку в цілому розділяють ідею про ефективний ринок, незважаючи на безліч досліджень, які виявляли аномалії на фондових

ринках, що не узгоджуються з гіпотезою ефективності ринків. Зростаюча кількість досліджень демонструє усунення або пояснення відомих аномалій, і показує складність для інвестиційних управляючих «переграти» ринок. Цим пояснюється зростання інтересу інвесторів до пасивно керованих ІСІ, які характеризуються широкою диверсифікацією і мінімальними витратами на управління.

3. Грунтуючись на численних свідченнях ефективності ринків, зокрема, на неможливості інвестиційних управляючих на тривалих проміжках часу приносити інвесторам дохідність вище за ринкову, багато управляючих компаній запускають інструменти з пасивним управлінням – статистичні дані свідчать про зростаючу частку індексних фондів.

Узагальнення результатів попередніх досліджень дозволяє стверджувати, що поширення індексного підходу привело до перекосів в оцінці цінних паперів компаній, які входять в популярні індекси, і до змін в поведінці цін на них. Висловлено припущення, що запущено лавиноподібний процес, при якому управляючі не можуть перевершити дохідність індексів широких ринків і вимушені також долучатися до індексного інвестування. Це робить дохідність індексу більш важкодосяжною для управляючих, що використовують активні стратегії.

4. Таке становище індексного інвестування обґрунтовує припущення, що запобіжником від розростання індексної бульбашки може стати розширення всесвіту індексів, нові підходи по формуванню індексів; а також наявність учасників, що мають досвід і не мають регуляторних обмежень на техніку коротких продажів. Але дослідження також виявило, що найбільш вірогідні кандидати на роль таких учасників – хеджеві фонди у зв'язку зі змінами в регуляторному законодавстві, пов'язаними з фінансовою кризою 2007-2008 рр., знаходяться в процесі адаптації до нових для себе умов, і потенціал їх подальшої активності на ринку цінних паперів досі не ясний.

5. За допомогою статистичних даних доведено, що для інституціональних інвесторів, особливо для пенсійних фондів, цінні папери ІСІ є ключовими об'єктами попиту. У розвинених країнах перехід накопичувальних пенсійних систем від планів з фіксованими виплатами до планів з фіксованими внесками зумовив більшу схожість в інвестиційних цілях між пенсійними фондами і ІСІ і, як наслідок, проникнення пенсійних фондів на ринок ІСІ. Зокрема, серед американських індивідуальних пенсійних рахунків і планів з фіксованими виплатами частка взаємних фондів в активах встановилася на рівні 45-55%. З іншого боку, активи пенсійного забезпечення суттєво впливають і на індустрію ІСІ. Виявлено, що близько половини довгострокових взаємних фондів знаходиться у володінні пенсійних планів, що функціонування накопичувальної пенсійної системи приводить до підвищення інвестиційної культури населення і, як наслідок, до розширення використання інвестиційних фондів при індивідуальних інвестиціях.

6. Дослідження процесу еволюції біржових фондів дозволило виділити 3 напрями розвитку, що розпочався з другої половини 1990-х років: зростання активів, що випереджає інші інструменти, в абсолютному вираженні; розвиток нових якісних характеристик організаторами біржових фондів (продуктів); розширення використання БФ різними групами інвесторів.

Детальне дослідження властивостей і закономірностей розвитку БФ дало підстави стверджувати, що БФ – не випадкове неприродне породження фінансових інженерів, схильних до винаходу екзотичних інструментів, а черговий еволюційний ступінь розвитку ІСІ. Висловлено гіпотезу, що як ко-

лись взаємні інвестиційні фонди практично витіснили закриті, залишивши останнім вузьку спеціалізовану нішу, так і БФ потіснять відкриті фонди. Поки поширення БФ стримується обмеженнями на використання БФ інституціональними інвесторами і, зокрема, пенсійними фондами, але коли цей бар'єр буде подолано, процес зайняття ніші взаємних фондів прискориться. Такий висновок дозволяють зробити не лише тенденції розвитку БФ та історичні аналогії, але і той факт, що БФ як мінімум включають основні характеристики взаємних фондів, а також розвивають і доповнюють їх, роблячи зручнішими для клієнтів.

Порівняльний аналіз зі взаємними фондами призводить до висновку, що їх недоліки в цілому порівнянні, а основні переваги БФ полягають в наступному: 1) здатність акцій БФ обертатися на біржі забезпечує високу ліквідність вкладень інвесторам, недоступну власникам взаємних фондів; 2) «натуральний» процес створення акцій БФ зумовлює їх податкові переваги і мінімізацію відхилення ціни портфеля активів від ціни акцій фонду; 3) індексний підхід до інвестування мінімізує витрати на управління.

7. На прикладі вибірки зі Швейцарської фондової біржі статистично доведено, що синтетичні БФ, незважаючи на позиціонування себе як фондів з кращою здатністю повторювати дохідність індексу, зовсім не обов'язково є такими. Вони несуть більш ризики для інвесторів і фінансової системи, до того ж не мають заявлених характеристик і не є по суті інвестиційними фондами, хоча і, очевидно несправедливо, ховаються під вивіскою «біржових фондів». Цей факт не залишився непоміченим з боку інвесторів, спонсорів та регуляторів, що останніми роками позначилося на зменшенні частки цієї схеми організації ІСІ в Європі.

8. Аналіз діяльності БФ в різних регіонах світу дозволяє зробити наступні узагальнення. США займають лідируючу позицію на ринку БП і БФ – на них припадає 63% світових активів БП під управлінням або 11% порівнянно з американською індустрією взаємних фондів. Те, що відбувається в інших регіонах, за рідкісним винятком, є відображенням процесів, що зароджуються саме в США.

Європейський ринок фрагментований на різні правові та податкові режими, які можуть варіюватися навіть в рамках ЄС. Частка БП в Європі порівняно з індустрією взаємних фондів становить всього 4,2%, що свідчить про певний консерватизм фінансової системи Європи. Список країн, в яких БП користуються популярністю, в цілому збігається зі списком країн, що мають розвинений фондовий ринок і довгі традиції використання ІСІ.

9. У США БФ переважно інвестують у портфель реальних цінних паперів, тоді як в Європі поширена практика підміни портфеля цінних паперів деривативним контрактом. Детальний аналіз показав, що за це відповідальна специфіка законодавства: в США жорсткіші норми щодо операцій з контрагентами, складу портфеля, ліквідності і прозорості, а в Європі діють гнучкіші норми UCITS. Такі «синтетичні» фонди з використанням деривативів складають 27% європейського ринку БФ, і за своєю суттю не є ІСІ. До того ж вони несуть в собі специфічні ризики, відмінні від інвестиційних фондів в класичному розумінні, а також потенційні загрози для фінансової стабільності при розширенні масштабів своєї присутності.

Сформульовані основні ризики всіх типів БФ та пояснені канали, за якими вони можуть порушити стабільність фінансової системи. Перші три пов'язані з синтетичними фондами, інші – з обома типами БФ: ризик контрагента; ризик застави; неправильна оцінка ризиків через непрозорість; ризик

цінних паперів, виданих у борг; передача зовнішніх шоків на базові ринки; ризик індексної бульбашки.

10. Кількісні показники українського фондового ринку характеризують його як ринок з низькою капіталізацією, малою ліквідністю, незначними обсягами емісії, малим рівнем free-float і високою волатильністю. З'ясовано, що багато в чому причиною такого стану речей є метод приватизації при формуванні ринку і слабкість інституціонального середовища надалі. Такі складові як нормативне середовище, безпека угод, швидкість врегулювання конфліктів, ділова обстановка, свобода валютного ринку, доступність деривативів дозволяє міжнародним організаціям класифікувати ринок як слаборозвинений і ставити його в один ряд з ринками таких країн як Румунія, Болгарія, Еквадор, Гана, Оман, Замбія та ін.

Встановлено, що фондовий ринок виконує дуже обмежену роль в перерозподілі національних ресурсів, чому відповідає і становище ІСІ. Серед усіх типів ІСІ в Україні домінують венчурні фонди – 95% від загальних активів ІСІ. При цьому суть венчурних фондів в Україні спотворена – найчастіше вони використовуються як холдингова структура для активів ФПП і оптимізації фінансових потоків. Соціологічні опитування показують, що інтерес інвесторів до венчурних ІСІ має місце, розміри і швидкість накопичення депозитів демонструють потенціал, але погана інформованість громадян, проблеми ІСІ при виході на національний ФР, обумовлюють їх маргіальну роль у фінансовій системі – ВЧА невенчурних ІСІ у володінні фізичних осіб становить менше 1% від банківських депозитів фізичних осіб.

11. Аналіз особливостей функціонування фінансового ринку та фондового ринку зокрема, становища ІСІ дозволив сформулювати рамкові рекомендації для державної політики та бізнесу щодо розв'язання першочергових проблем:

- Поліпшення таких важливих складових правопорядку як незалежність і послідовність судових процесів, прозорість і зрозумілість законів, відкритість уряду, своєчасність і ефективність кримінальної судової системи, оскільки висока захищеність інвесторів – необхідна умова розвитку фондового ринку: світовий досвід дозволяє вивести залежність між індексом правопорядку і капіталізацією фондового ринку і демонструє, що немає країн з низьким рівнем правопорядку і високими показниками розвитку фондового ринку.

- Підвищення рівня корпоративного управління шляхом вдосконалення законодавства в питаннях захисту інвесторів, структури власності, звітності компаній і відповідальності менеджменту перед власниками; шляхом залучення на національний ринок зарубіжних компаній з метою привнесення міжнародних практик корпоративного управління до бізнес-середовища.

- Підвищення фінансової грамотності населення через систему освіти, ЗМІ, встановлення стипендій по актуальних спеціальностях, за допомогою програм по стажуванню з боку держави і з боку учасників галузі.

- Збільшення пропозиції на ринку фінансових інструментів через розвиток технології подвійного лістингу і спрощення доступу резидентів і інституціональних інвесторів до зарубіжних активів через спрощення валютного законодавства.

- Зміна монетарної політики НБУ – зосередження на таргетуванні інфляції, а не на курсовій стабільності, успішність якої залежатиме від здатності уряду понизити бюджетний дефіцит і частку держави в економіці.

- За умови розв'язання вищезгаданих проблем і оцінки українського фондового ринку щонайменше як пограничного (Frontier) за класифікацією

FTSE – введення обов'язкової складової накопичувальної пенсійної системи як драйвера розвитку фондового ринку, але використання в довгостроковій перспективі податкових стимулів для збереження культури накопичення.

– Спрощення доступу на фондовий ринок і до рахунків в цінних паперах, щоб здійснення інвестицій було таким же легким, як і відкриття депозиту.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Публікації у наукових виданнях іноземних держав, які включені до міжнародних наукометричних баз:

1. Naumenko K. An Empirical Study on the Differences between Synthetic and Physical ETFs [Електронний ресурс] / Naumenko K., Chystiakova O. // International Journal of Economics and Finance. – February 2015. – Vol. 7, No. 3. – P. 24-35. – Режим доступу: <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v7n3p24>

Публікації у наукових фахових виданнях України, які включені до міжнародних наукометричних баз:

2. Naumenko K. Problems of Development of Ukrainian Stock Market [Електронний ресурс] / Клим Науменко // Електронне наукове фахове видання «Соціально-економічні проблеми і держава»; травень 2016. – Випуск 1 (14). – С. 91-100. – Режим доступу: <http://elartu.tntu.edu.ua/bitstream/123456789/16854/2/16nkvusm.pdf>

Публікації у наукових фахових виданнях:

3. Науменко К. Біржові фонди, як об'єкт досліджень сучасної економічної теорії / Клим Науменко // Науковий вісник ОДЕУ. – 2011. – № 23 (148). – С. 143-155.

4. Науменко К. Емпіричний погляд на відмінності між ETF та індексними фондами / Клим Науменко // Науковий вісник ОДЕУ. – 2012. – № 20 (172). – С. 99-117.

5. Науменко К. Риски синтетических биржевых фондов для финансовых систем / Клим Науменко // Науковий вісник ОДЕУ. – 2012. – № 22 (174). – С. 3-22.

6. Науменко К. Еволюційний погляд на розвиток інститутів спільного інвестування / Клим Науменко [Електронний ресурс] // Науковий вісник ОНУ. – 2016 – Т. 21, Вип. 6 (48). – С. 15-21. – Режим доступу: http://visnyk-onu.od.ua/journal/2016_21_6/04.pdf

Розділи у колективних монографіях, навчальних посібниках:

7. Науменко К. Ефективність ринків і використання інструментів колективного інвестування [розділ у колективній монографії] / Клим Науменко // «Економіка і управління в умовах глобальних трансформацій», Одеський національний університет ім. І. І. Мечникова. – Розділ 1, ч. 2. – Одеса, 2013. – С. 72-86.

Публікації в інших виданнях, тези наукових доповідей:

8. Naumenko K. An empirical view at the differences between ETFs and index funds [Електронний ресурс] / Naumenko K. // Journal of International Scientific Publications: Economy & Business. – January 2013. – Volume 7, Part 3. – P. 257-270. – Режим доступу: www.scientific-publications.net/download/economy-and-business-2013-3.pdf

9. Науменко К. Фондовий ринок України: стан та перспективи розвитку / К. Науменко, С. Якубовський // Збірник наукових праць Міжнародної науково-практичної конференції «Стратегії розвитку постсоціалістичних країн

в умовах європейської економічної інтеграції». – ОНУ ім. І. І. Мечникова, 2010 р. – С. 53-56.

10. Науменко К. Біржові фонди як об'єкт досліджень сучасної економічної теорії // Збірник матеріалів Міжнародного науково-практичного семінару «Багатство, бідність та добробут у транзитивних суспільствах», ч. 2. – ОНУ ім. І. І. Мечникова, липень 2011 р. – С. 18-20.

11. Науменко К. «Эмпирический взгляд на различия между ETF и индексными фондами» / К. Науменко // Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності», ч. 2. – ОНУ ім. І. І. Мечникова, квітень 2012 р. – С. 81-84.

12. Науменко К. Риски ETF как фактор благосостояния населения / К. Науменко // Збірник матеріалів Міжнародного науково-практичного семінару «Емпіричні підходи щодо вивчення рівня добробуту у країнах СНД», червень 2012, ОНУ ім. І. І. Мечникова.

13. Науменко К. Риски синтетических биржевых фондов для финансовых систем / К. Науменко // Матеріали III міжнародної науково-практичної конференції «Українсько-російське порубіжжя: стан та перспективи співробітництва», Харківський національний університет ім. В. Н. Каразіна, 15 грудня 2012. – С. 97-100.

14. Науменко К. Инновации и регулирование на современных финансовых рынках / К. Науменко // Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності», ч. 2. – ОНУ ім. І. І. Мечникова, квітень 2013 р. – С. 81-84.

15. Науменко К. Методы регулирования как ответ на мировой финансовый кризис // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Валютно-фінансові механізми сучасної світової економіки», Севастопольський інститут банківської справи Української академії банківської справи НБУ, Севастополь, травень 2013. – С. 66-71.

16. Науменко К. Институты совместного инвестирования на украинском рынке капитала / К. Науменко // Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності». – ОНУ ім. І. І. Мечникова, квітень 2016 р. – С. 79-81.

АНОТАЦІЯ

Науменко К. Інститути спільного інвестування в умовах глобальної фінансової нестабільності. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. – Одеський національний університет імені І. І. Мечникова Міністерства освіти і науки України, Одеса 2017.

Дисертацію присвячено дослідженню причин, закономірностей розвитку ІСІ, процесів їх трансформації в умовах глобальної фінансової нестабільності та розробці практичних рекомендацій щодо розвитку ІСІ в Україні з урахуванням світового досвіду.

В дисертації проаналізовано теоретичні основи функціонування ІСІ та вплив цих теорій на трансформацію практичної діяльності і форм організації ІСІ, особливо в сфері індексного інвестування, встановлена роль індексних стратегій інвестування і можливі наслідки поширення такої інвестиційної стратегії для ІСІ та фондового ринку, оцінено кількісне взаємовідношення пен-

сійних систем і ІСІ, досліджено специфічні властивості, особливості організації та розвитку в різних регіонах світу біржових фондів, емпірично оцінено якості різновидів біржових фондів, класифіковано ризики фінансової стабільності і сформульовано виклики, які ставить перед фінансовим співтовариством розвиток біржових фондів.

Проаналізовано фондовий ринок України як середовище функціонування ІСІ, виявлено основні проблеми і оцінено сучасний стан ІСІ на національному ринку, запропоновано рамкові рекомендації, спрямовані на вдосконалення фондового ринку загалом і діяльності ІСІ зокрема.

Ключові слова: інститути спільного інвестування, інвестиційні фонди, біржові фонди, фондовий ринок, ризики фінансової стабільності.

АННОТАЦИЯ

Науменко К. Институты совместного инвестирования в условиях глобальной финансовой нестабильности. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02 – мировое хозяйство и международные экономические отношения. – Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова Министерства образования и науки Украины, Одесса, 2017.

Диссертация посвящена исследованию причин, закономерностей развития ИСИ, процессов их трансформации в условиях глобальной финансовой нестабильности и разработке практических рекомендаций по развитию ИСИ в Украине с учетом мирового опыта.

В диссертации проанализированы теоретические основы функционирования ИСИ и влияние этих теорий на трансформацию практической деятельности и форм организации ИСИ, особенно в сфере индексного инвестирования, установлена роль индексных стратегий инвестирования и возможные последствия распространения такой инвестиционной стратегии для ИСИ и фондового рынка, оценено количественное взаимоотношение пенсионных систем и ИСИ, исследованы специфические свойства, особенности организации и развития в различных регионах мира биржевых фондов, эмпирически оценены качества разновидностей биржевых фондов, классифицированы риски финансовой стабильности и сформулированы вызовы, которые ставит перед финансовым сообществом развитие биржевых фондов.

Проанализировано фондовый рынок Украины как среду функционирования ИСИ, выявлены основные проблемы и оценено современное состояние ИСИ на национальном рынке, предложены рамочные рекомендации, направленные на совершенствование фондового рынка в целом и деятельности ИСИ в частности.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования, инвестиционные фонды, биржевые фонды, фондовый рынок, риски финансовой стабильности.

ANNOTATION

Naumenko K. Collective Investment Institutions in the Context of Global Financial Instability. – Manuscript.

Dissertation is submitted in fulfillment of the requirements for the Academic Degree of Candidate of Economic Sciences in speciality 08.00.02 – World Economy

and International Economic Relations. – Odessa I. I. Mechnikov National University Ministry of Education and Science of Ukraine, Odessa, 2017.

Dissertation is devoted to the complex research of the causes, patterns of CII development, processes of transformation in the conditions of global financial instability and the development of practical recommendations for the cultivation of CII in Ukraine, taking into account the world experience.

The thesis analyzes theoretical basis of the CII functioning especially the researches devoted to efficient market hypothesis and influence of these research results on the transformation of practices and forms of organization of the CII, especially in the field of index investing. Spreading of index investment strategies and possible consequences of popularization of such an investment strategy for CII and stock market is estimated. Particular attention is paid to the relationship of pension systems and CII. Specific properties of exchange-traded funds comparing to traditional funds, organization and development in various regions of the world are comprehensively analyzed.

The differences between synthetic and traditional exchange-traded funds are studied and classified. Reasons of popularity of synthetic scheme in Europe comparing to USA is explained by regulatory differences. It is also empirically proven, using a sample of 35 equity ETFs traded at the Swiss Stock Exchange and tracking error estimation in four different ways, that both traditional and synthetic ETFs have significant tracking errors. The findings also proves that, synthetic ETFs have higher tracking errors than physical, though this is contrary to popular opinion. Additionally, such factors as expense ratio, number of securities in the benchmark and type of replication for all estimation methods are estimated in their influence on tracking error. The results suggest that tracking errors are influenced by expense ratio, number of securities in the benchmark and type of replication. Average daily trading volume doesn't influence dependent variables except for one tracking error estimation method. Risks of financial stability of massive spreading of synthetic ETFs are classified and the challenges posed by ETFs development on financial community are revealed.

Thesis analyzes Ukrainian stock market as a functioning environment of CII, identifies main problems and assesses the current state of CII in the national market, proposes framework recommendations aimed to improve the stock market in general and conditions for CII in particular. These recommendations are combined and classified in such way: - improvement of the institutional framework and macro-economic situation: improvement of the protection of property rights, corporatization of public enterprises, and further privatization, improvement of the financial education of citizens, fiscal stabilization, inflation targeting and exchange rate liberalization; - measures to improve the stock market and CII in particular: expanding supply of financial assets by double rotation, enlargement offers of financial assets through access to foreign securities, legislative introduction of the accumulative pension system; - areas of work for the private sector: privatization lobbying, participation in privatization, improvement of corporate governance; participation in the campaigns; involvement in double rotation; facilitating access to the stock market for investors.

Keywords: collective investment institutions, CII, investment funds, exchange-traded funds, ETFs, stock market, financial stability risks.

Підписано до друку 24.04.2017 р.
Формат 60×84/16.
Папір друкарський. Ум. друк. арк. 0,9.
Зам. № 235. Наклад 100 пр.

Видавництво «ПАІС»
Реєстраційне свідоцтво ДК № 3173 від 23 квітня 2008 р.
вул. Гребінки 5, оф. 1, м. Львів, 79007
тел.: (032) 255-49-00, (032) 261-24-15
e-mail: pais.druk@gmail.com; <http://www.pais.com.ua>