

Міністерство освіти і науки України
Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

На правах рукопису

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

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник –
Якубовський Сергій Олексійович,
Доктор економічних наук,
професор

Одеса – 2017

ЗМІСТ

ЗМІСТ	2
ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	3
ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	14
1.1. Інститути спільного інвестування в структурі фінансового посередництва	14
1.2. Історичний розвиток інститутів спільного інвестування	36
1.3. Інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування як об’єкт наукового аналізу: погляд з точки зору теорії ефективності ринків	47
Висновки до розділу 1.....	63
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ НА РИНКУ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.....	66
2.1. Трансформація діяльності ІСІ під впливом довготривалих чинників.....	66
2.2. Біржові фонди як новий еволюційний ступінь розвитку інститутів спільного інвестування.....	83
2.3. Особливості організації біржових фондів і пов'язані з ними ризики для стабільності фінансових систем	112
2.4. Емпірична оцінка «переваг» синтетичних біржових фондів в порівнянні з традиційними	129
Висновки до розділу 2.....	139
РОЗДІЛ 3. ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	143
3.1. Аналіз фондового ринку України як середовища функціонування ІСІ	143
3.2. ІСІ на фінансовому ринку і напрями подальшого розвитку	163
Висновки до розділу 3.....	186
ВИСНОВКИ	190
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	197
ДОДАТКИ.....	218

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

БФ – біржовий фонд, англ. ETF, Exchange-Traded Fund

БП – біржовий продукт, англ. ETP, Exchange-Traded Product

БІ – біржовий інструмент, англ. ETV, Exchange-Traded Vehicle

ВВП – Валовий внутрішній продукт

ВЧА – вартість чистих активів, англ. Net Asset Value, NVA

ГЕР – гіпотеза ефективності ринків, англ. EMH, Efficient market hypothesis

ЄС – Європейський союз

ЗВР – золото-валютні резерви

ЗМІ – засоби масової інформації

ІСІ (або рідше ІКІ) – інститути спільного інвестування, інститути колективного інвестування, англ. Institutes of Collective Investments, Collective Investment Schemes, Collective Investment Institutions, Collective Investment Vehicles

КІФ – корпоративний інвестиційний фонд

КМФБ – Київська міжнародна фондова біржа

КУА – компанія з управління активами

КЦПБ – Комісія по цінним паперам та біржам (США), англ. SEC, US Securities and Exchange Comission

МВФ – Міжнародний валютний фонд, англ. International Monetary Fund, IMF

НБУ – Національний Банк України

НКЦПФР – Національна комісія по цінним паперам та фондовим ринкам

НПФ – недержавний пенсійний фонд

ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку, англ. OECD, Organisation for Economic Cooperation and Development

ПФ – пенсійний фонд

ПФБ – Придніпровська фондова біржа

ПФТС – Фондова біржа ПФТС («Перша Фондова Торговельна Система»)

РФ – Російська Федерація

СК – страхова компанія

УАІБ – Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу

УБ – Українська Біржа

ФПГ – фінансово-промислові групи

ФР – фондовий ринок

ЦП – цінні папери

ESMA – Європейське управління з надзору за ринками та цінними паперами,
англ. European Securities and Markets Authority

FSB – Рада з фінансової стабільності, англ. Financial Stability Board

GDR – глобальна депозитарна розписка, англ. Global Depository Receipt

IFC – Міжнародна фінансова корпорація, англ. International Finance Corporation

IOSCO – Міжнародна організація комісій з цінних паперів, англ. International
Organization of Securities Commissions

IPO – первинне публічне розміщення акцій, англ. initial public offering

IRA – американські індивідуальні пенсійні рахунки, англ. Individual Retirement
Accounts

LCR – коефіцієнт покриття ліквідності, англ. Liquidity Coverage Ratio

LSE – Лондонська фондова біржа

NYSE – Нью-Йоркська фондова біржа

SPO – вторинне публічне розміщення акцій, англ. secondary public offering

SSE – Швейцарська фондова біржа

UCITS – підприємства колективного інвестування в оборотні цінні папери,
англ. Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities

WSE – Варшавська фондова біржа

ВСТУП

Актуальність теми. Світова фінансова система поступово еволюціонує, заміщаючи банківське посередництво на небанківські інститути і продукти. Інститути спільного інвестування (ICI), пенсійні фонди і страхові компанії – є основними елементами небанківської складової фінансової системи. У другій половині ХХ століття банки і страхові компанії отримали серйозних конкурентів в особі пенсійних фондів й 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 доповнюють і витісняють взаємні, а хеджеві фонди обросли додатковим регулюванням. Ці процеси йдуть паралельно з поширенням практики сек'юритизації, збільшення ролі ринку деривативів у фінансовій системі, зміною частки країн, що розвиваються, на ринках капіталу, і підвищенням ролі ринку цінних паперів у світі в цілому.

Поява нових форм ІСІ відкриває нові можливості для інвесторів, але також трансформує ризики властиві фінансовій системі, істотно ускладнюючи оцінку останніх, що вимагає постійного моніторингу й осмислення.

У світовій науковій літературі теоретичними аспектами проблематики ІСІ займалися Дж. Вільямс, М. Йєнсен, 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 присвячена безліч робіт, зокрема таких авторів як А. Агапова, С. Барнхарт, Г. Гастінау, М. Грубер, Дж. Потерба, С. Рамасвами, Г. Ромпотис, М. Светіна, та інших.

Характерні для розвинених країн еволюційні тенденції підвищення ролі небанківських фінансових організацій на фінансових ринках поки не стосуються України, оскільки інститути спільного інвестування відносно молодий і мало поширений фінансовий продукт.

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. Геєць, В. Коверда, В. Ковтюх, В. Кравець, С. Криниця, О. Мозговий, С. Науменкова, А. Пересада, П. Перконос, М. Свердел і ряд інших.

Невирішені аспекти проблеми. Враховуючи широке охоплення проведених в цій сфері наукових досліджень, необхідно відмітити, що мінлива природа ринку капіталів і еволюція фінансового посередництва вимагають постійного спостереження і досліджень у зв'язку з розвитком нових фінансових інструментів, зміною структури ринку, появою нових ризиків, нерівномірним розвитком національних ринків, появою дисбалансів в умовах фінансової нестабільності.

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 десятки років 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 (ЦП) 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 мети 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: 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 інститутів спільного інвестування, 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 надали можливість розглянути основні аспекти діяльності інвестиційних посередників і зробити висновки щодо існуючих та майбутніх тенденцій розвитку, класифікувати різнопланові характеристики біржових фондів і виділити їх відмітні 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 накопичуваної 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 виступили 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 інститутів спільного інвестування, 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;

- 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 допомогою регуляторного законодавства у питаннях організації і функціонування БФ.

- розуміння характеристик БФ. На основі регресійних моделей і первинної інформації встановлено, що синтетичні біржові фонди, які обертаються на швейцарській фондовій біржі, в цілому менш точно слідують 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;

- 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 технології подвійного лістингу 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 відмітних характеристик і ризиків, пов'язаних з їх діяльністю.

Дисертація може бути корисна тим, хто за родом діяльності пов'язаний з фінансовими ринками. Наприклад, 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 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.) та 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 ті матеріали, що 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 було апробовано на таких науково-практичних конференціях та семінарах:

- «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності», VI міжнародна науково-практична конференція, Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова, м. Одеса, 22-23 квітня 2016 р.;
- «Валютно-фінансові механізми сучасної світової економіки», міжнародна науково-практична конференція, Севастопольський інститут банківської справи Української академії банківської справи НБУ, Севастополь, 7-8 травня 2013 р.;
- «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності», III міжнародна науково-практична конференція, Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова, м. Одеса, 26-27 квітня 2013 р.;

- «Українське-Російське Порубіжжя: стан та перспективи співробітництва», III міжнародна науково-практична конференція, Харківський національний університет ім. В.Н.Каразіна, м. Харків, 15 грудня 2012 р.;
- «Сталий розвиток та штучний холод», міжнародна конференція, Одеська національна академія харчових технологій, м. Одеса, 8 жовтня 2012 р.;
- «Емпіричні підходи щодо вивчення рівня добробуту у країнах СНД», Міжнародний науково-практичний семінар, Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова, м. Одеса, 10 липня 2012 р.;
- «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності», міжнародна науково-практична конференція, Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова, м. Одеса, 27-28 квітня 2012 р.;
- «Багатство, бідність та добробут у транзитивних суспільствах», Міжнародний науково-практичний семінар, Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова, м. Одеса, 11 липня 2011 р.;
- «Стратегії розвитку постсоціалістичних країн в умовах європейської економічної інтеграції», Міжнародна науково-практична конференція Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова, 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, 51 Рис. Перелік використаних джерел налічує 197 найменувань.

РОЗДІЛ 1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

1.1. Інститути спільного інвестування в структурі фінансового посередництва

Інститути спільного інвестування є окремим видом інститутів фінансового посередництва. Тому теорія фінансового посередництва з поправкою на специфіку справедлива і для них.

Теорія фінансового посередництва, що сформувалася в середині ХХ століття в самостійний науковий напрям, вивчає функціональність фінансових посередників і пояснює їх роль в процесі економічного зростання. Множинність підходів в цій теорії можна умовно розділити на три групи згідно з еволюційним розвитком розуміння, через які канали здійснюється вплив на економічне зростання: класичний, традиційний і сучасний.

У класичному підході 50-60-х років ХХ століття основною функцією фінансового посередництва є передача коштів від економічних агентів з профіцитом коштів до агентів з дефіцитом коштів в системі, де існує поділ праці між тими, хто накопичує кошти, і тими, хто їх інвестує. Основним механізмом впливу на економічне зростання вважається сприяння обміну товарів і послуг. До цього підходу можна віднести роботи Дж. Герлі, Е. Шоу і Дж. Тобіна [119, 120, 185]. Концепція Дж. Герлі, Е. Шоу також містить ідею про паралельне зростання доходів і накопичення активів. Так власники грошових коштів зацікавлені не лише у збереженні ліквідності заощаджень, але також в їх дохідності і надійності, що збільшує попит на нові фінансові послуги. Непрямі інвестиції, «вторинні зобов'язання» виявляються привабливішими для населення, ніж прямі інвестиції в акції і облігації компаній, що призводить до необхідності постійних «фінансових інновацій» – технічних нововведень, нових видів рахунків, розширенню географії розміщення [53, с.32, 8, с.89].

¹ «Єдність створює силу», гол. – назва першого інвестиційного фонду у сучасному розумінні та девіз голландської республіки на момент створення фонду.

У 70-х – на початку 80-х років ХХ ст. теорія фінансового посередництва отримує подальший розвиток: переосмислюється економічна роль інститутів і доповнюється новими функціями, через які вони впливають на економічне зростання. Напрям досліджень, який розглядає передумовою розвитку фінансового сектора наявність трансакційних витрат і асиметричність інформації, отримав в роботах провідних фахівців назву «традиційної» теорії фінансового посередництва. Економічною роллю посередників (в основному досліджувалися банки) називається зниження трансакційних витрат і моніторинг кредитних контрактів, що здійснюють трансформацію неліквідних активів в ліквідні зобов'язання. Фіксовані витрати на оцінку активів означають переваги посередників в порівнянні з індивідуальними інвесторами, оскільки вони розділяють ці витрати на велику кількість учасників. Також існуючі торгові витрати призводять до дешевшої диверсифікації активів саме для посередників [71].

Одна з найбільш ранніх і активно цитованих робіт Х. Ліленда і Д. Пайла 1977 р. присвячена інформаційній асиметрії, в ній відзначається, що посередник може сигналізувати іншим учасникам про свою інформованість, вкладаючи кошти в той або інший актив [132]. Д. Даймонд вводить поняття «делегованих спостерігачів», що здійснюють моніторинг вкладених коштів від імені інвесторів і згладжують асиметричність інформації [85]. У роботах Дж. Стігліца, Т. Кемпбелла і В. Крекоу, Дж. Бойда і Е. Прескотта, розвиваються і удосконалюються ці ідеї [180, 77, 75].

У. Зільбер доповнив розробки Дж. Герлі, Е. Шоу про «фінансові інновації» ідеями про здатність кредитної системи знижувати ризики інвестицій, перерозподіляючи їх між фінансовими посередниками. [53, с.32] Таким чином, у рамках цього напряму можна говорити про «потрійну» трансформацію активів фінансовими посередниками – трансформації капіталу, термінів і ризиків. [53, с.32, 7, с.89].

Вибухове зростання фінансових ринків 1970-1980-х років як за абсолютними, так і відносними кількісними показниками, поява нових фінансових інструментів, створення спеціалізованих бірж з торгівлі

фінансовими ф'ючерсами, опціонами й іншими деривативами, а також стрімка модернізація фінансових посередників викликали чергову хвилю досліджень функціональності останніх.

Окрім кількісного зростання, спостерігалися і структурні зміни. Зокрема, кількісне зростання на фінансовому ринку пов'язане саме з активізацією діяльності фінансових посередників і фірм. Сталося масштабне перетікання коштів домогосподарств з прямої участі у фондовому ринку до опосередкованого, що виразилося у відносному зменшенні ролі «класичних» посередників – банків і страхових компаній, і в значному збільшенні ролі взаємних і пенсійних фондів. У США і Великобританії приватні особи поступилися першістю інституціональним інвесторам: і за своїм впливом на ринку, і за часткою в капіталах компаній відійшли на друге місце [53, с.34].

Діяльність банків і страхових компаній також зазнала змін. Банки почали активніше використовувати сек'юритизацію, що дозволяло виносити з балансових звітів частину кредитів, а також залучати кошти на ліквідному фондовому ринку, не обмежуючись депозитами. Страхові компанії зосередилися не лише на страхуванні, але і на ефективному управлінні значних накопичених активів. Проявилися тенденції до універсалізації фінансових інститутів, банківських установ, які об'єднували в собі комплекс кредитних, інвестиційних і платіжних послуг.

Частину з цих тенденцій можна пояснити, використовуючи «традиційний» підхід, що ґрунтується на трансакційних витратах і асиметричності інформації. Але не всі. Наприклад, традиційне пояснення існування взаємних фондів таке: потрібна диверсифікація активів, але високі торгові витрати й витрати на аналіз інформації роблять для індивідуальних інвесторів високими витрати, а інвестиційні фонди знижують ці витрати на кожного конкретного учасника фонду. Продовжуючи цю логіку, варто очікувати, що частка вкладень індивідуальних осіб до фондів не виросте, якщо знизяться торгові витрати. Але незважаючи на значне падіння торгових витрат в результаті введення конкуренції на брокерські комісійні на NYSE в 1970 роках і на здешевлення інформації у зв'язку з технічним прогресом, і, як

наслідок, зменшення асиметричності її розподілу, попит на посередницькі послуги не лише не впав, а, навпаки, зріс.

Найбільш явний контраст між існуючою теорією і реальністю відноситься до сфери ризик-менеджменту. Мабуть, найзначнішою зміною в діяльності фінансових посередників стало зростання діяльності по управлінню ризиками. Поява безлічі нових інструментів для цілей хеджування ризиків, розширення ліквідності цих ринків не привели до відчутного збільшення числа індивідуальних інвесторів або компаній, що управляють власними ризиками. Навпаки, ризик-менеджмент став центральною сферою діяльності фінансових посередників. Традиційна теорія не могла пояснити, чому ризик-менеджмент став займати важливу роль в діяльності посередників.

У дослідженнях вчених-економістів стають популярними концепції, що пояснюють важливість фінансових посередників з точки зору забезпечення ліквідності й управління ризиками. Роботи Ф. Аллена, Д. Даймонда, Р. Левіна, Р. Раджана можна віднести до «сучасного» етапу розвитку теорії фінансового посередництва [64, 65, 86, 87, 159, 134].

У цих дослідженнях пояснюється, як фінансове посередництво згладжує ринкові коливання і знижує витрати суспільства при переведенні інформації і капіталу між домогосподарствами і фірмами (останнє багато в чому за рахунок економії від масштабу), і оцінюється його роль в прискоренні економічного зростання. Основними характеристиками, які пояснюють наявність фінансових посередників, визнаються здатність забезпечувати ліквідність і здатність трансформувати ризики, пов'язані з управлінням активами. А механізмами, що впливають на економіку, вважаються збільшення обіговості фінансових коштів, накопичення капіталу для інвестування, збільшення ефективності інвестицій, поліпшення розподілу ресурсів, зменшення ризиків, інновації, у тому числі, у сфері управління.

Р. Мертон і З. Бодіє пропонують новий методологічний підхід до дослідження фінансових посередників. Так фінансову систему доцільніше вивчати не з інституціональної, а з функціональної точки зору. Перша зосереджується на різних формах фінансових посередників, а вже потім

досліджує їх діяльність. В протилежність цьому функціональний підхід досліджує послуги, які надаються клієнтам. Автори справедливо відзначають, що з часом функції фінансового посередництва залишаються досить стабільними, тоді як форми фінансових інститутів з'являються, еволюціонують, і зникають з історичної арени. [144]

Функціональний підхід пропонує безліч класифікацій функцій фінансових посередників, які дозволяють зрозуміти сутність цього виду діяльності і механізми впливу на реальний сектор економіки. Зокрема, одна з популярних класифікацій запропонована Р. Левінім, який виділяє п'ять функцій фінансових посередників, через яких вони впливають на економічне зростання. На наш погляд одне з найбільш вдалих групувань функціональних характеристик запропоновано авторами А. Дарбіняном і Е. Сандояном [8].

1. Фінансові посередники як «власники інформації», або інформаційна функція. Достовірна і цінна інформація про інвестиційні можливості не є загальнодоступною хоч би тому, що виділення такої інформації вимагає наявності професійних навичок. Тому формується «коаліція власників інформації», що об'єднує посередників.

2. Фінансові посередники як інститути згладжування споживання, або функція сприяння обміну товарів і послуг. Попри те, що кошти інвесторів спрямовуються на інвестиційні проекти, багато посередників можуть запропонувати інвесторам дострокове вилучення вкладених коштів або видачу кредитів під депозитарне забезпечення на випадок несподіваного споживчого бажання. На додаток надаються такі можливості, які без фінансового посередництва взагалі були б малодоступні. Наприклад, іпотечне або споживче кредитування, що дозволяє придбавати те, що було доступне тільки після тривалого періоду накопичення. Пенсійне страхування дозволяє перенести частину доходів населення на майбутні періоди, коли доходи від трудової діяльності вже будуть недоступні за віком. Звичайно, без посередників могли виробитися інші механізми забезпечення непрацездатного періоду життя, але існуюча система (принаймні, в теорії) забезпечує безпеку накопичених ресурсів, збереження вартості і навіть примноження коштів.

3. Фінансові посередники як інститути моніторингу за інвестиціями, або функції моніторингу фірм та участі у корпоративному управлінні. Ефект масштабу дозволяє їм дешевше спостерігати за використанням вкладених коштів, а знаходження в регулятивному полі для багатьох з них надає додаткові можливості спостереження на відміну від приватних інвесторів. Державне регулювання і статистичний облік коштів, перерозподілених такими спостерігачами, спрощує вивчення і усунення ризиків для фінансових систем.

4. Фінансові посередники як «пули ліквідності», або функції мобілізації заощаджень і зниження ризиків. Учасники інвестиційного процесу часто розділені між собою як географічно, так і в часі, що ускладнює взаємодію з контрагентами. Платіжні системи, організовані посередниками, дозволяють спростити взаємодію; а різноманітні стратегії використання деривативів дозволяють перерозподіляти ризики.

Проте, автори роботи [8] вважають цей перелік неповним і пропонують додати нові функції, що дозволять розглядати фінансових посередників з точки зору інститутів, які створюють попит і пропозицію на фінансові продукти:

- трансформація заощаджень у фінансові продукти;
- «подовження» грошей, створення довгострокових інвестицій для реального сектора економіки;
- забезпечення неінфляційної монетизації економіки (перенаправляють кошти зі споживчого ринку на користь довгострокових інвестицій в реальний сектор, не дозволяючи їм неефективно скупчуватися у населення). Створення нового попиту і пропозиції – страхові продукти, іпотека.
- створення нової економічної вартості.

Необхідно відмітити ще одну функцію фінансових посередників, не згадану у вказаних роботах. Їх, так звані «спекулятивні» операції – операції не з метою довгострокових інвестицій, а з метою отримання короткострокового прибутку від арбітражної торгівлі – підвищують ефективність фінансових ринків (ефективність згідно Ю. Фама [103]). Арбітражна торгівля призводить до усунення цінових дисбалансів, різниць в процентних ставках на схожі

фінансові продукти, наближає ціни на фінансові продукти до «справедливої» вартості, розрахованої виходячи з популярних у фінансовому світі моделей оцінок активів, що базуються на тимчасовому підході до вартості грошей і передбачуваних грошових потоках від активу. І при великій кількості учасників ринку робить неможливим системне отримання надприбутків кимось одним за рахунок експлуатації цінових дисбалансів (тобто, зрештою за рахунок клієнтів), мінімізує надприбутки за рахунок володіння тільки йому одному доступної інформації (інсайда).

Запропонований підхід, враховуючи наші доповнення, виділяє самостійну (не посередницьку роль) фінансових посередників в економіці. Автори [8] підкреслюють, що, створюючи додаткову вартість, фінансові посередники є не лише чинником, що сприяє економічному зростанню, але і самі генерують розширене економічне відтворення.

Таким чином, можна зробити висновок, що фінансове посередництво в розвиненому суспільстві має не менше значення, ніж безпосередньо виробництво товарів і послуг. Можна сформулювати також визначення фінансового посередництва, яке, втім, не охоплює усі його аспекти, що розкриваються тільки при дослідженні його функцій і форм.

Фінансове посередництво як окремий вид економічної діяльності – це діяльність по мобілізації і спрямуванню ресурсів в реальний сектор економіки за допомогою кредитно-депозитних (відносно безризикових) і інвестиційних операцій (придбання цінних паперів компаній без гарантій банків або держав по збереженню коштів, тобто ризикових), яка сприяє зниженню інформаційної асиметрії, забезпеченню ліквідності, зниженню транзакційних витрат і виконує цілу низку супутніх послуг: інформаційний супровід (збір і аналіз даних, оцінка активів, консалтинг), страхування і управління ризиками, виконання вказівок щодо використання коштів за допомогою брокерського обслуговування, проведення платежів і ведення рахунків.

Середовищем функціонування ІСІ, як і інших фінансових посередників, є фінансовий ринок. Під фінансовим ринком розуміється система економічних відносин купівлі-продажу, у якій урівноважується попит і пропозиція, а також

ціни на фінансові активи, з метою задоволення потреб суб'єктів економіки у додаткових коштах. [41, с. 90]. Поняття фінансового ринку є збірним і складається із взаємопов'язаної системи окремих сегментів-ринків, які можна виділяти виходячи з різних ознак: довготривалістю фінансових інструментів, географічним розташуванням, типом фінансового інструменту, організаційними формами тощо.

Розповсюдженим поділом є поділ за довгостроковістю: грошовий ринок і ринок капіталів. На грошовому ринку представлені короткострокові накопичення (до року), а на ринку капіталів – середньо- і довгострокові (більше року). З огляду на масштаб узагальненого поняття фінансових ринків, часто виділяють сегменти за основним типом фінансового інструменту, що обертається на ринку. Умовне відношення строкості і типів інструментів можна побачити на Рис. А.2. А класифікацію сегментів фінансових ринків за різними характеристиками схематично представлено на Рис. А.1.

Ринок цінних паперів, (часто використовується синонім фондовий ринок) є невід'ємною складовою фінансових ринків, на якому здійснюється купівля-продаж всіх видів цінних паперів.

ІСІ на фінансових ринках з одного боку виступають в ролі інвесторів (або точніше фінансових посередників), як правило, на ринку цінних паперів – акцій, облігацій, хоча також інвестують в товарні ринки, нерухомість, деривативи, цінні папери інших ІСІ. З іншого боку ІСІ є емітентами – самі випускають цінні папери (акції або паї), які для деяких типів ІСІ мають обіг на відкритих майданчиках, і в цьому сенсі можуть вважатися інструментами фінансового ринку. Для дослідницьких цілей зручно виділяти «ринку ІСІ» під яким в цій роботі мається на увазі підсегмент ринку цінних паперів на якому обертаються акції (або, в залежності від форми організації, – паї) ІСІ. В роботі [35, с.28] в означення ринку ІСІ пропонується включати всіх професійних учасників фінансового ринку, що забезпечують функціонування випуску та обертання ІСІ – КУА, зберігачі, реєстратори, незалежні оцінювачі, аудиторі, регуляторні органи, та ін.

Інвестори на фінансовому ринку – це ті фізичні особи або підприємства, у яких є надлишок грошових коштів, який вони хочуть передати споживачам капіталу з розрахунком на отримання прибутку або іншої вигоди. Виділяють три групи інвесторів: фізичні особи (населення), корпоративні інвестори (підприємства) та інституціональні інвестори.

Традиційно найбільшою групою інвесторів на фінансовому ринку було населення, хоча і окремі підприємства та громадські бюджети можуть мати надлишки грошових коштів або накопичення. Згадувані вище процеси на фінансових ринках у 70-80-і рр. ХХ століття привели до того, що все більша частина фінансових активів припадає на фінансові компанії, що називаються «інституціональними інвесторами». Наприклад, наприкінці 1960-х років приватні особи виступали утримувачами 84% акцій публічних компаній в США, а в 2011 році – тільки близько 40%. У Японії частина акцій, що перебувають у прямому володінні населення, ще менша і складає 18%. У Великобританії за останні 50 років частка володіння індивідуальними особами акціями публічних компаній скоротилася з 54% до 11% [79]. На початку ХХІ століття інституціональні інвестори здійснюють домінуючий вплив на грошовий, валютний ринки і ринок цінних паперів, включаючи деривативи.

Простого визначення для інституціональних інвесторів немає. У найширшому сенсі «інституціональні інвестори» – це небанківські організації, які не є фізичними особами – інвесторами. Таке визначення не дуже точне, оскільки відсутнє навіть однозначне трактування поняття «банк». В деяких випадках банки також відносяться до інституціональних інвесторів.

У роботі [79] пропонується умовно розділити інституціональних інвесторів на три групи. До «традиційних» вони відносять пенсійні фонди, інвестиційні фонди і страхові компанії. Термін «альтернативні» поширюється на хеджеві фонди, фонди прямих інвестицій, біржові фонди (англ. exchange-traded funds) і суверенні фонди країн. В окрему групу виносять професійних управляючих капіталом, які діють від імені своїх клієнтів. Останніх до інституціональних інвесторів відносить Британський кодекс управляючих (UK Stewardship Code), і останнім часом значно зросла їх аутсорсингова діяльність.

Оскільки це організації, то вони приймають різноманітні юридичні форми – від тих, що максимізують прибуток акціонерних компаній (наприклад, закриті фонди) до товариств з обмеженою відповідальністю (наприклад, фонди прямих інвестицій). Інституціональні інвестори можуть діяти незалежно або бути частиною фінансової групи як, наприклад, взаємні фонди, які часто є дочірніми компаніями банків і страхових компаній. Не можна стверджувати, що інституціональні інвестори завжди є посередниками у прямому розумінні. Наприклад, суверенні фонди країн, коли вони працюють для цілей фінансової стабілізації національних фінансів, можуть розглядатися як остаточний власник наявних коштів або як державне агентство. Є також і гібридні форми, такі як у фондів прямих інвестицій, де керівний партнер також інвестує свої кошти спільно з партнерами.

Найчастіше інституціональні інвестори є ще однією ланкою між дохідністю активу і первинним інвестором. Більше того, ускладнюються ланцюжки – часто інституціональні інвестори інвестують в інструменти інших інституціональних інвесторів, наприклад, пенсійні фонди або страхові компанії розміщують свої ресурси в інвестиційних фондах або фондах прямих інвестицій, що робить проблематичнішою агреговану оцінку реального розміру активів усього цього сектора. На 2014 рік більше 40% залучених коштів взаємних фондів у США є пенсійними рахунками (IRAs і пенсійні плани з фіксованими виплатами) громадян. Враховуючи, що частка США складає близько 40% від усіх «традиційних» інституціональних інвесторів серед країн ОЕСР, можна стверджувати, що вагома частина пенсійних активів враховується повторно в інвестиційних фондах. [79]

Класифікація Б. Рубцова представляється більш вдалою і поширеною у порівнянні з іншими класифікаціями, що базуються на організаційних формах, її ми будемо дотримуватись. До інституціональних інвесторів відносять страхові компанії, пенсійні фонди і інститути спільного (колективного) інвестування – ICI (IKI), (англ. Institutes of Collective Investments, Collective Investment Schemes, Collective Investment Institutions, Collective Investment

Vehicles). [39, с.119] У свою чергу ICI – це інвестиційні фонди (інвестиційні компанії), біржові фонди, хеджеві фонди, фонди фондів.

Організація IOSCO неоднозначно визначає поняття ICI (англ. Collective Investment Schemes). В одному випадку до них відносяться публічно пропоновані колективні фонди, які переважно інвестують в цінні папери (transferable securities: пайові, боргові, права на ці цінні папери), що вільно обертаються, та в інструменти грошового ринку, тільки у відкритій організаційній формі. Виключаються схеми з інвестиціями в нерухомість, іпотечні цінні папери або венчурний капітал. [162, с.3] В іншому випадку до них відносяться також фонди з закритою організаційною формою, немає обмежень на інвестиції в нерухомість [83, с.2].

В українському законодавстві існує поняття інститутів спільного інвестування, яке взагалі не формулює визначення хеджевого фонду, але є обширнішим і в порівнянні з визначенням IOSCO включає в себе венчурні фонди, фонди грошового ринку, фонди нерухомості. Нами побудована схема, яка дозволяє наочно представити класифікацію ICI згідно закону України «Про інститути спільного інвестування» (Рис. Ж.17).

І хоча вітчизняні автори розглядають венчурні фонди, як один з видів інститутів спільного інвестування [18, 26, 34, 35], для цілей цього дослідження венчурні фонди будуть розглядатися як категорія ICI тільки для України. У випадку України це обґрунтовано як законодавчим підходом, так і спільністю наявних статистичних даних. Законодавчий підхід, як і підхід вітчизняних авторів має право на існування, враховуючи деякі схожі риси венчурних фондів, фондів прямих інвестицій та інших ICI. Але, міжнародний підхід до класифікації, необхідність розумного обмеження предмета дослідження, а головне – відмінності в специфіці активів інвестиційного портфеля, про які йде мова далі, змушує винести їх за дужки.

Для полегшення сприйняття на Рис. А.3 візуалізована схема взаємовідношення різних груп інституціональних інвесторів, що використовується в цій роботі.

«Традиційні» інституціональні інвестори одночасно є найбільшими групами серед інших. Рис. А.4 дозволяє оцінити відносні розміри активів груп інституціональних інвесторів на 2014 рік.

У країнах ОЕСР пенсійні фонди й інвестиційні компанії за період 2000-2011 рр. більше, ніж в два рази збільшили свої активи: з 36 трлн. дол. до 73,4 трлн. дол. Серед видатних учасників особливо досягли успіху інвестиційні фонди, що збільшилися в активах на 121%. Їх частка в «традиційній» групі збільшилася з 37% до 40%, тоді як частка пенсійних фондів впала з 31% до 27%. Частка страхових компаній залишалася відносно стабільною впродовж цього періоду – близько 32%. [79]

У США активи «традиційних» інституціональних інвесторів з 2006 р. виросли в 1,5 рази, досягнувши 44 трлн. дол. у 2014 р. або 250% ВВП. Найбільше зростання продемонстрували інвестиційні фонди, збільшивши своє відношення до ВВП з 70% ВВП до 105% ВВП. При цьому на частину інвестиційних і пенсійних фондів припадає по 105% і 101% ВВП, а страхових компаній – 45% ВВП. На другому місці за абсолютною величиною активів всіх інституціональних інвесторів знаходиться Японія. Тут основними інституціональними інвесторами є страхові компанії, їх активи складають 92% ВВП або 4,2 трлн. дол. [153].

У Великобританії активи інституціональних інвесторів досягли у 2012 р. 5,96 трлн. дол. або 228% ВВП. У Франції і Німеччині за даними на 2014 рік – більше 5 трлн. дол. в кожній, в Нідерландах і Італії – по 2,2 та 1,3 трлн. дол. відповідно. У Британії усі три групи інвесторів приблизно порівнянні за розмірами, в Німеччині, Франції і Італії домінуюче положення займають страхові компанії і інвестиційні фонди, в Нідерландах – пенсійні фонди і страхові компанії. Розміри активів інституціональних інвесторів по відношенню до ВВП для згадуваних великих країн ОЕСР: США, Японії, Великобританії, Німеччини, Франції, а також Данії, Канади і Швейцарії, знаходяться в діапазоні 150-290% ВВП. Серед інших країн цей показник не перевищує 150%. Наприклад, для Польщі і Росії він складає 36% і 6% від ВВП. Значно відрізняються за цим показником Люксембург, який в деякому

розумінні є офшором для організацій спільних інвестицій у країнах ЄС, у зв'язку з чим загальні активи зареєстрованих в Люксембурзі організацій перевищують його ВВП в 60 разів, та Ірландія з активами взаємних фондів, що складають 832% ВВП (у 2013 році) [153].

У таких країнах ОЕСР, як Нідерланди, Ісландія, Австралія, Чилі, Польща та Естонія, домінують пенсійні фонди, в той же час страхові компанії розвиненіші у Франції, Швеції, Німеччині, Японії, Бельгії, Норвегії, Португалії, Кореї, Італії, Чехії, Греції. Згідно з Рис. А.4 інвестиційні фонди є найвагомими інвесторами в США, Австрії, Фінляндії і практично порівнянні у розмірах з іншими інституціональними інвесторами в Данії, Швейцарії, Канаді, Франції, Німеччині, Іспанії, Польщі, Словаччині.

Способи реалізації функцій традиційними інституціональними інвесторами – ПФ, СК, ІСІ, призводять до певних відмінностей між ними, особливо в тому, що стосується специфіки зобов'язань.

Існуючі в різних країнах моделі пенсійного забезпечення багато в чому визначають не лише спосіб фінансування непрацездатного населення, специфіку бюджету, але і розвиток інституціональних інвесторів і фондового ринку. Виділяють два кардинально відмінні типи пенсійної системи: накопичувальна і солідарна (бюджетна). При накопичувальній системі виплати пенсій здійснюються із закумульованих за час трудової діяльності ресурсів, що розміщуються на персональних пенсійних рахунках, якими з метою збереження вартості та отримання низкоризикового доходу управляють пенсійні фонди. При бюджетній системі держава гарантує виплати зі свого боку, які здійснюються за рахунок поточних податкових надходжень або, у разі виникаючих дисбалансів, за рахунок позикових коштів.

Дослідники (напр. [39, 143]) відмічають такий взаємозв'язок: країни з накопичувальними системами мають розвиненіші ринки акцій, ніж країни з солідарними системами і навпаки. Що первинно – накопичувальна пенсійна система або розвинений фондовий ринок, залежить від специфіки країни. Але в країнах з фондовими ринками, що формуються, не виконується необхідна умова для розвитку активності пенсійних фондів і інших інституціональних

інвесторів – немає розвиненого ринку цінних паперів. У них перехід до накопичувальних пенсійних систем можливий тільки паралельно або після появи розвиненого фондового ринку з великою кількістю ліквідних інструментів, розвиненим корпоративним правом і правом приватної власності. У континентальних європейських країнах (виключення – Нідерланди і Швейцарія) нерозвиненість накопичувальної пенсійної системи пояснюється не нерозвиненим ринком акцій, а наявністю традиційно більш етатистського типу держави, у більшій соціальній орієнтованості економіки, що робить природною підтримку соціального забезпечення з бюджету країни.

Страхові компанії колись були основною групою інституціональних інвесторів, але поступово знижують свою частку в активах. Страхові компанії зобов'язуються виплачувати застрахованим клієнтам страхове відшкодування в зазначені в договорі терміни при настанні обумовленої страхової події. Серед страхових компаній найбільшою групою є компанії по страхуванню життя – на них припадає близько 80% активів цієї групи.

Пенсійні фонди і страхові компанії об'єднують наявність більш-менш прогнозованих зобов'язань перед своїми клієнтами. Статистичні методи дозволяють досить точно прораховувати агреговані виплати клієнтам, що виходять на пенсію, як і виплати, пов'язані із страховими випадками. Відповідно до оцінок виплат по зобов'язанням ці інституціональні інвестори здійснюють управління активами, використовуючи методологію портфельного управління Asset-Liability Modeling (ALM), що накладає певні обмеження на активи, які необхідно зіставити із зобов'язаннями по тривалості, дюрації, ризиковості. Цей підхід також відтворюється в регуляторних державних актах. Оскільки ці інституціональні інвестори несуть важливу соціальну функцію, то в країнах, де вони є, існують жорсткі обмеження на їх діяльність – вимоги стосовно прозорості, диверсифікації, доступних для інвестування активів.

Накопичувальні пенсійні системи підрозділяються на два види: з фіксованими внесками (Defined Contribution) і з фіксованими виплатами (Defined Benefit). Фонди з фіксованими виплатами гарантують своїм клієнтам певний розмір виплат при виході на пенсію, розраховуючи на свою здатність

правильно оцінити дохідність своїх інвестицій на довгострокових тимчасових інтервалах. На жаль, незважаючи на диверсифікацію і високу надійність активів для вкладення пенсійних коштів, такі події, як фінансові кризи, призводять до значного знецінення вагової частини активів. Це тягне за собою необхідність поповнювати ці фонди із засобів компанії, яка його організувала (у якій працював клієнт), що може бути проблематично для компанії в умовах фінансової кризи; або компанія вимушена оголосити банкрутство.

На відміну від них ІСІ здебільшого не пов'язані конкретними зобов'язаннями перед клієнтами і не дають будь-яких гарантій по термінам і розмірам виплачуваних сум. Тому вони не використовують принцип Asset-Liability Approach для інвестиційної стратегії і зосереджуються на максимізації прибутку. Звичайно, прибуток зважується з урахуванням ризику – та ІСІ мають внутрішні обмеження по інвестуванню коштів, щоб відповідати заявленим інвестиційним стратегіям, таргетуючи, таким чином, різноманітний попит клієнтів по рівнях дохідності й ризику. Спеціалізація ІСІ має бути відома інвесторові заздалегідь з тим, щоб інвестор міг правильно оцінити прийняті на себе ризики; інформація про це публікується в інвестиційному проспекті фонду. Більше того, законодавчо передбачається, що заявлена спеціалізація на якомусь певному виді інвестування повинна дотримуватися, поки не станеться публічна зміна спеціалізації. Вони також вимушені підтримувати певний рівень ліквідності, виходячи з можливості клієнтів відкликати свої кошти. Результативність фондів часто вимірюється не просто в абсолютних значеннях, а по відношенню до бенчмарку – індексу, наближеному за складом до заявленої інвестиційної стратегії.

ІСІ, у більшості своїй, також потрапляють під державне регулювання, але в порівнянні зі своїми «колегами» воно м'якше і спрямоване на підвищення прозорості ІСІ і боротьбу з шахрайством.

Враховуючи проблеми пенсійних фондів з фіксованими виплатами, представляється вірогідним, що в цілому пенсійна система рухатиметься у бік фондів з фіксованими внесками, стаючи гнучкішою відносно своїх зобов'язань і все більше набуваючи рис ІСІ.

Таким чином, з урахуванням відмінностей від інших фінансових посередників, можна сформулювати визначення ІСІ, яке базуватиметься на функціональності, матиме на увазі широке трактування поняття ІСІ не залежно від різновидів організаційних форм, та буде включати усі відкриті й закриті інвестиційні фонди, венчурні фонди, біржові фонди, хеджеві фонди. ІСІ – це фінансовий інструмент, суть якого полягає в тому, щоб залучити (акумуляувати) 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.

ІСІ можуть мати різні організаційно-правові форми: акціонерне товариство, контрактна форма, довірча (трастова) компанія.

При будь-якій формі існують три основні агенти. Інвестор вносить грошові кошти, купуючи сертифікати, паї пайової участі або акції ІСІ. Менеджер (інвестиційний управляючий) відповідальний за функціонування фонду, формулювання і втілення в життя інвестиційної стратегії. Довірена особа або банк-кастодіан обслуговує рахунки, зберігає активи ІСІ і виконує деякі функції моніторингу. До процесу також можуть підключатися й інші учасники. Менеджер може делегувати частину функцій по інвестиційних рішеннях інвестиційному консультантові-експертові по конкретних ринках або напрямках. Проте, менеджер все одно несе відповідальність перед інвесторами за вибрану найманим консультантом інвестиційну стратегію.

При акціонерній формі кошти, що передаються до інвестиційного фонду, стають власністю ІСІ. Розпорядження майном здійснюється його органами управління, стандартними для акціонерних компаній, або уповноваженою ними управляючою компанією. Рада директорів ІСІ має обов'язки по представленню інтересів власників акцій, здійснює контроль над менеджерами фонду, використовуючи для цього звітність кастодіана та аудиторів.

При контрактній формі кошти інвесторів об'єднуються в єдиний майновий комплекс на банківських рахунках, зареєстрованих на ІСІ. Інвестор укладає контракт з компанією по управлінню активами, яка зобов'язується втілювати в життя інвестиційну стратегію, заявлену в проспекті ІСІ. Майно, що передається в ІСІ, належить його інвесторам на праві загальної пайової власності. Майно контрактного ІСІ відділяється від майна управляючої компанії і майна інших ІСІ, що дозволяє захистити його від претензій по зобов'язаннях самої управляючої компанії й третіх осіб. Директори КУА повністю відповідальні за те, щоб укладений договір і проспект емісії включав усі значимі чинники, щоб були задіяні адекватні механізми моніторингу і дотримувалися регуляторні стандарти. Директори КУА зазвичай мають бути незалежні від безпосередніх менеджерів фонду, але часто бувають взаємопов'язані через материнські компанії.

Трастова форма, ще відома як пайовий фонд або юніт-траст (англ. Unit-trust), характерна для країн з англосаксонськими юридичними традиціями. Активи знаходяться у володінні траста, але інвестуються в інтересах бенефіціарів. У цій схемі інвестиційний менеджер фонду займається оперативним управлінням, а довірена особа (англ. Trustee – опікун) спостерігає за виконанням регуляторних норм і тим, щоб менеджер діяв в інтересах інвесторів. Опікун реєструється як трастова компанія і має бути незалежним від інвестиційного менеджера. Більшість опікунів, як правило, – це банки або підрозділи банків. Опікун також може виконувати другорядні функції щодо підрахунку вартості чистих активів, реєстрації нових інвесторів і виступати в ролі кастодіана.

Тільки деякі фінансові компанії діють виключно в індустрії ІСІ. Як правило, ІСІ є підрозділом більшої фінансової організації: банку, страхової компанії, компанії з управління активами. Діяльність ІСІ зазвичай організовується через спеціалізовані компанії з управління активами (КУА, англ. Asset Management Company), які в свою чергу є дочірніми структурами фінансової групи. КУА, у формі окремої юридичної особи, здійснює управління активами ІСІ: формує портфель активів ІСІ згідно інвестиційної

декларації, аналізує ринок цих активів, шукає найбільш привабливі об'єкти для інвестицій з переліку можливих згідно декларації, для чого проводить операції куплі-продажу активів фонду; розраховує вартість активів, робить переоцінку у разі необхідності; готує звітність до державних контролюючих органів; організує випуск, розміщення та викуп акцій чи паїв ІСІ; проводить іншу оперативну діяльність ІСІ. [13, с. 64] Навіть там, де це не потрібно законодавчо, виділена в окрему структуру КУА – найбільш поширена схема організації ІСІ. Материнська компанія КУА може діяти як дистриб'ютор, використовуючи свою маркетингову систему, таку як банківська мережа відділень, страхові агенти, для поширення дочірніх ІСІ. У таких випадках репутація материнської компанії є важливим чинником для довіри з боку клієнтів. ІСІ можуть поширюватися і через партнерські мережі, і для їх материнських компаній комісійні при поширенні можуть служити додатковим доходом до основної діяльності.

Серед інших, поширеною класифікацією ІСІ є класифікація за організаційно-функціональною формою. Наприклад, у США домінують ІСІ у формі акціонерних компаній. Там же загальним поняттям, що об'єднує ІСІ, часто служить термін «інвестиційна компанія». На прикладі США можна провести розділення ІСІ за організаційно-функціональною ознакою. Згідно опції щодо викупу акцій ІСІ у своїх інвесторів інвестиційні компанії підрозділяють на відкриті (англ. open-ended), закриті (англ. closed-ended) і інтервальні (англ. interval). У США перші мають назву взаємних фондів. Часто в літературі термін «взаємні фонди» використовують для усіх ІСІ, що не зовсім коректно.

Відкритий (взаємний) фонд у міру існування попиту випускає акції (паї), які зобов'язується викупляти (погашати) на першу вимогу у своїх акціонерів, виходячи з чистої вартості активів, що припадають на одну акцію фонду. Акції такого фонду не передбачені до обертання на фондових біржах. Закритий фонд випускає, як правило одноразово, фіксовану кількість акцій на певний час, які не зобов'язаний викупляти на першу вимогу у інвесторів, зате його акції зазвичай обертаються на біржі. Після закінчення терміну життя фонду

активи фонду розпродаються і виручені кошти розподіляються серед інвесторів. Інтервальний тип фонду ближче до відкритого типу – розміщення акцій вони здійснюють на власний розсуд, а інвестори можуть продати свої акції фонду тільки в якісь проміжки часу. Продаж акцій фонду не є обов'язковим для інвесторів.

Інститути спільного інвестування можна класифікувати і за низкою інших ознак, які зібрані нами у таблиці А.2. Мабуть найбільш неоднозначними є класифікації за структурою активів та інвестиційними стратегіями, де використовується безліч варіантів відповідно до різноманітності можливих активів та стратегій інвестиційного портфелі ІСІ.

Що стосується «альтернативних» інституціональних інвесторів: виділення «альтернативного» на противагу «традиційному» типу інституціональних інвесторів ґрунтується на відносній новизні тих інвесторів, яких відносять в першу групу, і на тому, що надійні дані по багатьом з них: хеджевим фондам, фондам прямих інвестицій, венчурним фондам, суверенним фондам, є важкодоступними або спотвореними. Частина «альтернативних» інституціональних інвесторів також відносяться до ІСІ.

Тоді як, за оцінками McKinsey у 2011 р., суверенні фонди інвестують близько половини своїх активів в акції публічних компаній, хеджеві фонди і фонди прямих інвестицій мають значно менший відсоток таких активів. [79, с. 100]

Суверенні фонди часто створюються для цілей фінансової стабілізації експортно-орієнтованими країнами: для зв'язування валюти від продажу ресурсів, стримування інфляції, для згладжування доходів і бюджетів від зовнішніх шоків і волатильності цін на сировинні товари. Такі фонди більшою мірою інвестують в державні облигації з фіксованим доходом. В інших випадках суверенні фонди створюються для акумуляції високих доходів від продажу сировинних або виробничих товарів і спрямуванні їх на розвиток інших галузей економіки або для створення державних пенсійних систем. Такі фонди мають триваліші часові горизонти планування і інвестують в акції публічних компаній.

Згідно з даними Інститута Суверенних Фондів (SWF Institute) Норвегія з 863 млрд. дол. – єдина країна ОЕСР зі значним суверенним не-пенсійним фондом. Іншими країнами з найбільшими фондами є Китай, ОАЕ, Саудівська Аравія і Сінгапур. Це створює регіональну концентрацію фондів: 42,6% активів у власності країн Середньої Азії і 40% активів фондів, організованих в Східній і Південно-Східній Азії. (Таблиця А.1.)

Надійні агреговані дані по таких типах інвесторів, як фонди прямих інвестицій, венчурні фонди і хеджеві фонди, складно отримати, оскільки фонди не зобов'язані/ не були зобов'язані регуляторами надавати повноцінну звітність на обов'язковій основі; і, як наслідок, дані страждають від спотворення, пов'язаного з виживаністю фондів (англ. survivorship bias), – фонди, з поганими результатами або ті що пішли з ринку, не афішують свої невдачі. В найзагальнішому наближенні можна стверджувати, що фонди прямих інвестицій та венчурні фонди, використовуючи леверидж, інвестують в приватні непублічні компанії і за допомогою активного залучення до процесів управління компанії збільшують її вартість. Тоді як хеджеві фонди використовують активні інвестиційні стратегії, ґрунтовані на арбітражних можливостях, з використанням левериджа і деривативів. Зважаючи на таку специфіку інвестиційних стратегій, венчурні та фонди прямих інвестицій зазвичай відносять до довгострокових інвесторів з індивідуальним підходом до проєктів/компаній, а хеджеві фонди – як короткострокових власників дрібних пакетів акцій в публічних компаніях, що не впливають на внутрішні процеси об'єкта інвестицій.

Хедж-фонди² історично не були обтяжені регулюванням і можуть використовувати в своїй діяльності набагато більш ризиковані (і, відповідно, більш доходні) стратегії, ніж взаємні або пенсійні фонди – займати короткі або довгі позиції по будь-яких активах, використовувати деривативи і леверидж на свій розсуд (Примітка А.1. Додаток А.). Зазвичай використовується особлива схема оплати управляючих, яка в спрощеному вигляді складається зі

² У США брати участь у хеджевих фондах можуть лише професійні (кваліфіковані інвестори): первинний внесок не менше 5 млн. доларів США для приватних інвесторів і 25 млн. доларів — для інституціональних кваліфікованих інвесторів.

щорічного відсотка від загальної вартості активів під управлінням і частки від прибутку за період.

Значні зміни в діяльності фондів у США настали після ухвалення закону Додда-Френка в 2010 році, зокрема: з березня 2012 року всі хедж-фонди, повинні зареєструватися в Комісії з цінних паперів і бірж США; хеджеві фонди повинні розкривати всю інформацію про своїх інвесторів, активи, інвестиційну політику, а також можливі конфлікти інтересів.

Існуючі оцінки розмірів хеджевих фондів призводять до розуміння, що їх активи складають близько 2% від світових активів інституціональних інвесторів, а в секторі володіння акціями публічних компаній – взагалі близько 1% від світової капіталізації ринку акцій. Проте, хеджеві фонди, використовуючи деривативи, леверидж і позичання/видачу у борг цінних паперів, збільшують свою роль як на фінансових ринках, так і в управлінні компаніями, впливаючи на інших власників. На думку дослідників їх роль на фінансових ринках значніша, ніж їх скромна частка в активах. [79]

Оскільки за діяльністю хеджевих фондів проблематично прослідкувати, то з'явилися ще одні посередники – фонди фондів. Фонди фондів зазвичай розподіляють по різних хеджевих фондах довірені їм кошти від інвесторів, які хочуть винести вибір фонду і контроль за його діяльністю на аутсорсинг. Фонди фондів заявляють, що вони використовують соціологічні і статистичні дані, на підставі яких контролюють діяльність організацій, в які інвестують, відстежують соціальне положення управляючих, і перенаправляють активи від одного менеджера до іншого згідно зі своїми оцінками. Природно фонди фондів скорочують кінцеву дохідність для інвесторів на свої комісійні.

Однією з останніх інновацій у фінансовому світі стали «біржові фонди» (англ. Exchange-Traded Fund, ETF), що з'явилися на початку 1990-х років, і пережили десятиліття бурхливого зростання і розвитку. Індустрія, яка ще в 2000-х роках складала 74 млрд. дол. у активах, до 2014 р. розрослася до 2,7 трлн. дол., тобто, виросла на 3548% [93]. Як і взаємні фонди, вони пропонують диверсифікований портфель активів і можливість для інвестора пред'явити акції до повернення коштів. На відміну від взаємних фондів їх акції постійно

обертаються на біржах, тому іноді їх називають «фонд, який торгується на біржі». Ця можливість характерна для закритих інвестиційних фондів. Через цю останню властивість деякі експерти пропонують класифікувати їх як фінансовий інструмент і не відносити ці фонди до інституціональних інвесторів. Що, на нашу думку, є некоректним, оскільки вони мають усі ознаки групи ІСІ інституціональних інвесторів, і підхід тільки як до інструменту обмежує сприйняття цих фондів в усій різноманітності їх інвестиційної діяльності та її наслідків. Біржові фонди, як й інші групи, активно використовуються іншими інституціональними інвесторами, як пасивними, бажаючими диверсифікації з найменшими витратами, так і для реалізації активних стратегій, наприклад, хеджевими фондами.

Враховуючи історичний розвиток інвестиційних фондів, їх специфіку по організаційних формах, є підстави вважати, що поступово біржові фонди стануть вагомими конкурентами або заміною домінуючих зараз взаємних фондів, тому серед інших ІСІ в цій роботі їм приділяється особлива увага.

У Британському Кодексі Управляючих професійними управляючими капіталів (англ. Asset Managers) або компаніями з управління активами (КУА) називають тих, хто виконує щоденну оперативну діяльність по управлінню інвестиціями. За оцінками фахівців розміри КУА досягли 63 трлн. дол. у 2011 р. Проте, багато КУА самі є підрозділами інших інституціональних інвесторів. Наприклад, компанії, що управляють активами страхової індустрії, складають значну частину цього типу інвесторів, також як і компанії, що управляють активами пенсійних фондів. Приблизно половина з 63 трлн. дол. – це компанії з управління активами страхової індустрії і банків. Також не можна забувати, що КУА (наприклад, BlackRock), є найбільшими спонсорами взаємних і біржових фондів, що пропонуються клієнтам як інвестиційні продукти. Таким чином, майже уся сума активів по взаємних і біржових фондах включається в ці 63 трлн. дол. Індустрія КУА дуже концентрована: 20 компаній володіють 40% активів галузі. При цьому 64% з цієї 20-ки знаходяться в США, 33% – в Європі і 3% – в Японії. У ряді країн КУА – юридична особа, обов'язковий елемент для створення і адміністрування ІСІ. [79]

1.2. Історичний розвиток інститутів спільного інвестування

Попередниками інвестиційних фондів можна вважати фінансові інструменти, які дозволяють об'єднувати кошти багатьох учасників і створюють для них спільну власність на пул фінансових або нефінансових активів. Дослідники історичного розвитку взаємних фондів відносять до таких два інструменти – контракти на дожиття та плантаційні позики.

Контракти на дожиття відрізняються від стандартних кредитів тим, що боржник виплачує відсотки кредиторів упродовж усього життя кредитора, чим нагадують контракти на дожиття сучасних страхових компаній. Перші контракти на дожиття можна виявити ще у 2-му столітті до н.е., в середньовіччі вони дуже часто зустрічаються у Франції і Північній Європі, а в XVII-XVIII століттях стають вагомим складовим фінансових ринків [170, с.3].

Безпосередню подібність до інвестиційних фондів має один з різновидів контрактів на дожиття – тонтіни (англ. tontines), в яких ануїтетні платежі виплачувалися боржником групі кредиторів, які розділяли виплати між собою. При цьому, у разі смерті кого-небудь з групи, його частка в платежах розподілялася серед тих, що залишилися в живих. [187]

Плантаційні позики отримали поширення в XVII-XVIII століттях. За сучасними поняттями вони фактично займалися сек'юритизацією кредитів забезпечених нерухомістю плантаторів у Вест-Індії. Перша компанія, що використала такий механізм, називалася Deutz & Co. Вона ще у 1695 році сек'юритизувала кредит австрійському імператорові, використавши в якості забезпечення доходи від ртутної копальні. У 1753 році компанія, скориставшись цією схемою, почала випускати облігації на голландському ринку капіталу, а притягнені ресурси направляти плантаторам в Суринамі. Власники плантацій поставляли врожай цій компанії, яка у свою чергу реалізовувала товар на голландському ринку за комісійні. Надходження від продажу урожаю, власність плантаторів, включаючи не лише землю, але і устаткування, і рабів, виступало заставою по процентних і основних платежах. З 1753 по 1776 рік сек'юритизовані плантаційні позики для голландських і

британських колоній становили більшість нових розміщень цінних паперів на амстердамській біржі. [170, с.5]

Звичайно, те, що активами для розміщення цих позик були не цінні папери, а кредити, і те, що пули цих позик не передбачали диверсифікації по індустріях або управління портфелем для інвесторів, не дозволяє говорити про пряму спадкоємність цих позик і сучасних інвестиційних фондів, хоча певні подібності з інвестиційними трастами присутні. Швидше можна говорити про цей інструмент як про прототип облігацій, забезпечених іпотекою (англ. mortgage-backed securities). Проте, ці позики зіграли значну роль в розвитку інструментів фондового ринку, до того ж багато перших інвестиційних фондів вкладали значну частину своїх активів в плантаційні позики.

Першим інвестиційним фондом, в сучасному розумінні, прийнято вважати траст, організований у 1774 році голландським торговцем і брокером на ім'я Abraham van Ketwich. Називався траст Eendragt Maakt Magt, що було на той момент девізом Голландської Республіки: «Єдність створює силу» (англ. Unity makes strength) і досить точно характеризувало сутність колективного інвестування. Об'єктом інвестицій виступали бонди іноземних урядів (Австрії, Німеччині, Данії, Іспанії, Росії, Швеції) і банків, а також позики плантацій в Центральній і Південній Америці. Проспект емісії передбачав диверсифікацію портфеля у будь-який момент часу, оскільки метою фонду було надати дрібним інвесторам з обмеженим ресурсом (після кризи 1772-1773 рр.) можливість для диверсифікації заощаджень. Первинне публічне розміщення, складало 2000 акцій, після цього інвестори могли лише придбати акції у існуючих власників. Сьогодні фонд з такою схемою емісії своїх акцій можна класифікувати як закритий інвестиційний траст. У. Бергхус вважає його першим «взаємним» фондом, що в сучасному розумінні «взаємного» фонду, (у сенсі відкритого фонду), не зовсім коректно. [170, с.6] В період 1780-1800 рр. десятки інвестиційних трастів були створені з метою інвестування в цінні папери уряду США. Таким чином, Голландія разом з Францією й Іспанією стали одними з головних спонсорів Американської Революції.

Дослідники фінансової історії стверджують, що фондовий ринок, на якому з'явився перший фонд, був відносно розвиненим і прозорим, що, очевидно, було необхідною основою для появи таких «похідних» фінансових інструментів, як інвестиційний фонд. Більше сотні різних цінних паперів торгувалися на амстердамській біржі, інформація про ціни на найбільш ліквідні цінні папери були доступні учасникам через брокерів, а вже до кінця століття публікувалася кожні 2 тижні в спеціальному виданні разом з операціями по нерухомості і оголошеннями про виплату дивідендів. [149] А винахід нових механізмів – сек'юритизації і заміщення – стали поштовхом до розвитку інвестиційних фондів.

З появою Foreign and Colonial Government Trust в 1868 році в Лондоні, що в цілому повторював структуру і інвестиційну стратегію першого голландського фонду, почалося зародження індустрії ІСІ в англосаксонських країнах. Метою фонду було надати інвесторові зі скромними доходами такі ж переваги, які є у великого капіталіста – знижуючи ризики інвестицій в іноземні і колоніальні державні папери. Інвестиційні фонди в США з'явилися більш ніж через сто років після першого голландського фонду – у 1890-х рр.

Перша світова війна знищила істотну частину європейської промисловості і дозволила промисловості США поширитися на нові ринки збуту продукції. Це призвело до зміни ролей США і Європи в системі кредиторів і боржників. У 20-ті роки у американців з'явилися надлишки накопичень. Ключовим чинником для розвитку інвестиційних фондів стало і те, що американцям вдалося масово познайомитися з інвестуванням на прикладі стандартного і популярного інструменту впродовж війни. Більше 20 млн. громадян стали власниками облігацій державної військової позики – Бондів Свободи (англ. Liberty Bonds), розрахованих на широкі маси, – мінімальний номінал доходив до 50 доларів. [117, с. 14]

Багатьох, окрім прямого інвестування на ринку акцій, почали приваблювати трастові інструменти, що дозволяють, хоча б в теорії, інвестувати в диверсифікований портфель цінних паперів, економити на масштабі і покладатися на професійного управляючого, до того ж 20-ті роки

характеризувалися потужним «бичачим» ринком. Трастові інструменти на той момент можна було розділити на два базові типи згідно з організаційною структурою. Перший, і найбільш популярний, був наближений до Британських і Шотландських інвестиційних трастів і зараз відомий під назвою закритий фонд (англ. closed-end fund). Організатори фонду випускали акції (паї) траста для продажу, щоб сформувати інвестиційний пул. Коли пул сформований, акції фонду можна лише продати або купити на вторинному ринку як акції публічних компаній. На початок кризи у 1929 році в США існувало 89 публічних закритих фондів з активами приблизно на 3 млрд. дол. або 3,4% від загальної капіталізації акцій, що обертаються на NYSE, яка на той момент складала 87 млрд. дол. [117, с.16].

Е. Лефлер (Edward Leffler), бостонський торговець цінними паперами, в 20-ті роки ХХ ст. винайшов другу структуру. Займаючись торгівлею цінними паперами, він працював і над тим, щоб поліпшити наявну пропозицію для дрібних інвесторів. «Ідеальний» фінансовий інструмент на його думку повинен був мати форму колективного фонду – що об'єднує багато інвесторів – з наступним ключовими характеристиками:

- бути диверсифікованим, щоб понизити ризик;
- мати професійного управляючого;
- витрати на управління мають бути мінімальними;
- на вимогу клієнта фонд повинен викуповувати свої акції у інвестора і повертати його частку в грошовому еквіваленті.

Остання характеристика – безперервна емісія і погашення акцій фондом за ціною, що відображає їх частку в активах фонду, стала відмітною ознакою американських відкритих фондів, принесла фундаментальні зміни в індустрію ІСІ і вплинула на процес інвестування в цілому.

Бостонська брокерська фірма Learoyd, Foster & Company у 1924 році узяла на роботу і сформувала для Е.Лефлера Massachusetts Investment Trust (MIT), але, оскільки ідея погашення акцій на вимогу так і не була у ньому реалізована, Е.Лефлер пішов з компанії, і тільки пізніше цей фонд дійсно став відкритим. У 1925 році Е.Лефлер заснував свій власний фонд Incorporated

Investors. Впродовж декількох наступних років Е.Лефлер їздив по країні, пропонуючи свій фонд і просуваючи концепцію відкритих фондів. У тридцятих роках він вже продавав акції фонду State Street Research Investment Trust. У 1936 році він брав участь в слуханнях КЦПБ, де знову демонстрував турботу про добробут індивідуальних інвесторів, турботу, яка фундаментально вплинула на структуру фінансових ринків.

Історія Е.Лефлера демонструє, що відносно дешевий продукт, розрахований на широке коло споживачів, який усуває існуючі незручності для споживача, швидко поширюється, і зрештою, може істотно змінити структуру економіки. Це стосується як фінансової сфери, так й усіх інших; прикладами можуть бути ощадні банки в Англії ХІХ століття, автомобіль Форд Т початку ХХ століття, мікрокредитування у країнах, що розвиваються, за схемою Мухаммада Юнуса, персональні комп'ютери, аеробуси тощо.

Таким чином, до середини 20-х років ХХ ст. склалася друга основна організаційна структура інвестиційних фондів – відкритий фонд (англ. open-end fund) або, іноді званий, бостонський тип траста, яка пізніше практично витіснила першу. Хоча першим відкритим фондом прийнято вважати Alexander Fund, заснований в 1907 році. Його статутні документи передбачали погашення акцій фонду і отримання чистої вартості активів на дату погашення пропорційно своїй частці, але для обмеженого кола осіб. Першим публічним відкритим фондом став вже згадуваний Massachusetts Investment Trust. За рік він притягнув 392 тис. дол. від 200 інвесторів [70, с.27], що з урахуванням інфляції відповідає 5,3 млн. дол. у 2015 році. Massachusetts Investment Trust по сучасній класифікації можна було б віднести до фонду акцій компаній з великою капіталізацією (large-cap equity fund), він інвестував в акції 19 «блакитних фішок» – залізниці, комунальні підприємства, страхові компанії.

До 1929 року існувало всього 19 відкритих фондів з активами на 140 млн. доларів, або більш ніж в 20 разів менше, ніж активів 675 закритих фондів. [70, с. 11] Крах 1929 року кардинально змінив існуючий стан речей. Багато закритих фондів брали участь в невиправдано ризикованих операціях, які багаторазово збільшили втрати фондового ринку для їх інвесторів. Декілька

трастів взагалі виявилися схемою Понці. Ті, які працювали легально, використовували такі неприйнятні практики, які зараз справедливо вважаються незаконними:

- позичали кошти для збільшення розміру фонду і, відповідно, дохідності за допомогою левериджа, обтяжували інвесторів додатковим ризиком переуступання прав старшим кредиторам у разі значного знецінення активів;
- не розкривали свій портфель, так що активи фонду і, отже, акції самого фонду могли оцінюватися у будь-яку ціну, яку встановить менеджмент;
- купували цінні папери не за принципом «витягнутої руки», а допомагаючи інсайдерам позбавитися небажаних акцій.

Ажіотаж на ринку цінних паперів кінця двадцятих привів до підвищення цін на закриті фонди більше, ніж на акції і облігації, що лежать в їх основі. До середини 1929-го року середня премія до вартості активів, що містяться в портфелі закритого траста, складала майже 50%. Ця комбінація ажіотажу, неприйнятних практик і значного левериджа привела до того, що до кінця 1930 року закриті фонди вже торгувалися зі знижкою в 25% по відношенню до вартості активів фонду (різниця в 75% від піку), і це без урахування падіння вартості самих активів. [117, с. 16-17]

Криза на фондовому ринку позначилася і на відкритих фондах, але також продемонструвала їх переваги. Можливість пред'явити акції фонду до погашення організаторам за ціною чистих активів на день пред'явлення вберегло їх від багатьох проблем, що підкосили діяльність закритих фондів. Вони не тримали великих позицій в неліквідних акціях і мало використовували кредитне плече, оскільки повинні були мати можливість продати їх у будь-який час на першу вимогу інвесторів. А оскільки ціна акції фонду при погашенні або продажі інвесторові встановлюється на основі вартості чистих активів портфеля, то можливість випустити нові акції фонду при підвищенні попиту і ціни на них або пред'явити до погашення при зниженні ціни не дозволяли сильно відхилитися ціні акцій фонду від реальної вартості активів фонду. Результатом стало те, що відкриті фонди пережили кризу краще, ніж їх «конкуренти». МІТ, наприклад, не лише втратив в ціні

менше, ніж індекс Доу-Джонса, в період з 1929 по 1932 рік (83% проти 89% [117, с.17]), але і притягнув нових інвесторів. Якщо в 1929-му році закриті фонди являли практично 95% усієї індустрії інвестиційних фондів, то до 1940 року їх частка скоротилася до 57% (від 1,1 млрд. дол.), а до 1943 р. відкриті фонди зайняли більшу частку і відтоді не здавали свої позиції [117, с.21]. На цей процес вплинули і нові законодавчі ініціативи, надавши, зокрема, відкритим фондам деякі податкові переваги.

Тридцять років в США характеризувалися вибудовуванням системи регулювання фінансового ринку – це була відповідь на кризу початку десятиліття і на колапс, що спровокував його, на фондовому ринку. Архітектура сучасного регулювання багато в чому базується на ухвалених в той період законах, причому не лише для США. В усьому світі розвиток фінансових ринків відбувався з оглядкою на США, як лідера в цій сфері світової економіки.

Основними законами, прийнятими в той період, можна вважати:

- Закон про цінні папери 1933 (The Securities Act of 1933). Регулює ринок публічних цінних паперів і, як окремий випадок, акції інвестиційних фондів. Основні вимоги – реєстрація публічно пропонованих ЦП в КЦПБ, публікація проспекту емісії, в якому розкриватиметься значима інформація про випуск. Регулюється реклама при емісії ЦП, чітко забороняються обман або спотворення інформації про випуск та інші шахрайські практики.

- Закон про біржі 1934 (The Securities Exchange Act 1934). Цим законом створювався регулятивний орган на ринку цінних паперів – Комісія з цінних паперів і бірж (далі – КЦПБ, англ. SEC), і визначалися його повноваження. Вводилася реєстрація бірж і брокерів, і затверджувалися нормативи по обліку даних, звітності, фінансової відповідальності, кваліфікації персоналу і бізнес-практикам для брокерів.

- Закон про доходи 1936 (Revenue Act 1936) уперше використав поняття взаємного фонду (mutual investment company) в офіційних документах і, що більш важливо, встановив – якщо вони відповідають цілому ряду вимог, серед яких передача оподаткованого доходу інвесторам і викуп акцій фонду

на вимогу інвесторів (тобто, відрізняються від виробничої компанії), то самі звільняються від сплати федерального податку на свій дохід (дивіденди компаній в портфелі активів). Ця можливість поставила їх в рівні умови з індивідуальними особами, що інвестують безпосередньо в акції, які були спотворені в результаті вимог платити податки на дивіденди, отримані корпорацією від іншої корпорації, і надала їм кращі податкові умови в порівнянні із закритими фондами. Наявність переваг в порівнянні із закритими фондами змусила останніх об'єднати зусилля зі взаємними фондами для юридичного оформлення своєї діяльності в Законі про інвестиційні компанії, і тільки після ухвалення цього закону подібне спотворення було усунуто в оновленому Законі про доходи 1942 року (Revenue Act of 1942) [138, с.19].

- Закон про інвестиційні компанії 1940 (The Investment Company Act of 1940) з'явився багато в чому завдяки підтримці самих інвестиційних фондів, які були зацікавлені повернути собі публічну довіру після виявленого шахрайства під час фінансової кризи 1930-х років. Він зобов'язував реєструвати інвестиційні компанії в новоствореній КЦПБ і надавати їй річну звітність. У раді директорів інвесткомпанії повинно знаходитися не менше 60% незалежних директорів ($\frac{3}{4}$ – «найкраща практика» згідно з сучасними стандартами корпоративного управління). Особи, афільовані зі структурами, які надають сервісні послуги інвестфонду, не повинні проводити ніяких сторонніх фінансових транзакцій з інвестфондом. Акції, випущені фондом, повинні мати рівне право голосу. Передбачався незалежний аудит річної фінансової звітності. Відкритим фондам обмежили залучення боргових ресурсів, і вводилося обмеження на розмір фонду – не менше 100 000 доларів.

З 1940 по 1980 рік індустрія інвестиційних фондів зростала поступово без особливих потрясінь. Активи під управлінням збільшувалися в середньому на 13% на рік, як завдяки зростанню вартості самих активів, так і чистому припливу коштів інвесторів. Кількість фондів збільшувалася неквапливими темпами: 68 фондів в 1940 році, 103 в 1951 році, 204 в 1967 році і 500 у 1978 році. [117, с.22].

Наприкінці 1970-х рр. процентні ставки під впливом великої кількості економічних чинників піднялися до історичного максимуму. У період 1978-1982 рр. ставка федеральних фондів ФРС (Federal funds rate) зазвичай знаходилася в двозначному діапазоні і навіть сягала 19% [106]. В цей час стандартний інструмент накопичення коштів для середнього класу – депозити, стали мало привабливими, оскільки банківське регулювання обмежило депозитні ставки банків. Наявність різниці між реальними процентними ставками і ставками, доступними населенню, відкрила широкі можливості для інвестиційних фондів, що інвестують в інструменти грошового ринку.

Фонди грошового ринку надають доступ інвесторам до високодохідних короткострокових інструментів, які зазвичай проблематично придбати індивідуальному інвесторові. У 1970 році ФРС зняв обмеження на ставки по депозитних сертифікатах розміром більше 100 тис. дол., але небагато американців мали такі накопичення. Фонди грошового ринку могли акумулювати необхідні суми і інвестувати у високоякісні короткострокові зобов'язання. Це привело до того, що інвестори були зацікавлені в перенесенні своїх заощаджень з банківської системи (з депозитними ставками менше 5%) в індустрію інвестиційних фондів грошового ринку, але відмовившись від страхування своїх коштів у Федеральній корпорації по страхуванню депозитів (англ. FDIC). З 1974 по 1982 рік активи фондів грошового ринку зросли в сотню разів – від менш ніж 2 млрд. до 220 млрд. дол. Вже до 1981 року $\frac{3}{4}$ взаємних фондів були фондами грошового ринку. [197, с. 174] Таким чином, суть індустрії інвестиційних фондів дещо спотворилася – замість довгострокових інвестицій в диверсифікований портфель активів, що складаються з цінних, на думку управляючого, акцій або облігацій, вони в якомусь сенсі почали виконувати класичні функції банків – залучати короткострокові кредитні кошти для підприємств реального сектора. Проте масове звернення інвесторів до цієї індустрії призвело до популяризації інвестиційних фондів, і, коли в 1982 році Конгрес відмінив регуляторні обмеження на процентну ставку, це хоч і пригальмувало темпи зростання фондів грошового ринку, але вже не змусило інвесторів масово повернутися

назад до банківських депозитів. Фонди грошового ринку надалі перестали домінувати серед інших типів інвестфондів, зате вся індустрія фондів в цілому отримала розповсюдження, але вже на здоровішій, класичній основі – більше половини активів фондів (в період 1985-2014 рр.) являють собою довгострокові вкладення в акції і облігації, за останні 5 років тільки 20% активів взаємних фондів – фонди грошового ринку. [197, с. 174] Таким чином, регуляторні норми значно вплинули на фінансовий ландшафт, і черговий раз в історії ринкові механізми дозволили обійти штучно створене обмеження.

Як видно на Рис. Б.1, починаючи з 1980-х років, активи фондів (як і кількість фондів) зростали щорічно двозначними темпами, практично по експоненті, і у 1995 році обійшли за обсягом депозити, залучені банківською системою. Найважливішу роль в цьому відіграла і тенденція американців до використання фондів для пенсійних накопичень.

Оскільки до кінця 80-х років перше покоління бебі-бума в США досягло віку 40 років, актуалізувалося питання накопичення і збереження пенсій. Закон про безпеку пенсійних доходів працівників 1974 р. (англ. ERISA 1974) покликаний затвердити мінімальні вимоги до пенсійних планів в приватному секторі, зробив можливим перенесення плану при зміні працедавця і надати певні податкові пільги доходам, що відправляються на пенсійні рахунки. Результатом дії закону стала тенденція до переходу працедавців на пенсійні плани з фіксованими внесками, а не з фіксованими виплатами, як було раніше. Плани з фіксованими внесками все більше наближувалися до взаємних фондів.

Податкова реформа 1981 року (Tax Reform Act 1981) надала можливість більшості працюючих американців відкривати індивідуальні пенсійні рахунки (англ. IRA) – у більшості випадків заведені кошти звільнялися від сплати прибуткового податку. До кінця 1999 року 38% активів взаємних фондів сформувалися завдяки пенсійним накопиченням – приблизно половина між спонсорованими працедавцем пенсійними програмами і індивідуальними пенсійними рахунками. Пенсійні накопичення зіграли ключову роль в поширенні взаємних фондів. Якщо у 1980 році одне з двадцяти

домогосподарств володіло акціями відкритих фондів, то до кінця століття власником стало кожне друге [117, с.32].

Кількість взаємних фондів в США випередила кількість компаній, що котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі (англ. NYSE) (більше 9000 інвестиційних фондів проти 3200 компаній) [170, с.1].

Більшість фондів, що існували на початок нового століття, були відносно молодими: із понад 8 тисяч фондів на 2003 рік $\frac{3}{4}$ не було і 15 років, а половині – 10 років. [117, с.18] Але серед них були і вже згадувані, перші взаємні фонди: Massachusetts Investment Trust (MIT) і State Street Research Investment Trust (SSRIT), що пережили Велику Депресію. MIT на початок 2015 року має активів близько 7,5 млрд. дол. [145]. Управляюча компанія SSRIT у 2004 році була куплена однією з найбільших інвестиційних компаній – BlackRock, і фонд був реорганізований в BlackRock Select Equity Portfolio. [172] На момент продажу SSRIT налічував активів на 1,4 млрд. дол. [170,с.18].

Попри те, що інвестиційні фонди першими з'явилися в Європі, в США в ХХ ст. їх розвиток значно випередив решту світу, причому, як за кількісними показниками – кількість фондів, активи під управлінням, відсоток населення, що мають вкладення до фондів, так і по якісних – різноманітність видів, стратегій інвестування, кваліфікація персоналу, опрацьованість регулювання. Це пов'язано з тим, що США безпосередньо не були зачеплені світовими війнами, не понесли серйозних руйнувань в економіці і фінансовій системі, а Європа до останнього часу мала значну роздробленість фондового ринку і правового регулювання. У 50-х – 80-х роках ХХ ст. розвиток інвестиційних фондів відбувався ізольовано усередині країн, що пояснює різноманітність законодавчих норм і організаційних форм в європейських країнах.

Не могло не відбитися на слабшому розвитку фондів, як і фондових ринків в цілому, традиційне домінування банків на ринку капіталу і солідарних пенсійних систем в континентальній Європі. Таким чином, до 1980-х років розвиток інвестиційних фондів в США значно випереджав інші країни – Францію, Японію і навіть Великобританію, не кажучи вже про інші європейські країни, де ця індустрія знаходилася в зародковому стані.

1.3. Інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування як об'єкт наукового аналізу: погляд з точки зору теорії ефективності ринків

Методологічною основою для інвестиційної діяльності ІСІ, втім, як й інших інвесторів, стали концепції, що розвиваються у рамках теорії інвестицій (іноді – теорії оцінки інвестиційних активів). Якщо на первинному етапі розвитку фондового ринку інвестори використовували інтуїтивні оцінки ринкової динаміки, ґрунтуючись на балансі попиту і пропозиції, то в 30-х роках ХХ століття з'являються перші роботи, що формалізують як вироблені на той момент підходи до оцінок цінних паперів, так і свіжі погляди. Такими роботами є, зокрема, книга «Аналіз цінних паперів» Б. Грема і Д. Додда і дисертація «Теорія інвестиційної вартості» Дж. Вільямса [115, 190]. Б. Грем і Д. Додд запропонували розширений погляд на цінний папер як на частку компанії, яку він уособлює. Відповідно, оцінки вартості цінних паперів повинні виходити з ефективності компанії, економічних умов, в яких діє компанія. Дж. Вільямс побудував математичну модель визначення реальної «справедливої» вартості акції, основу на очевидній тезі – вартість акції має дорівнювати прибутку, який від неї можна отримати. Розроблена ним «модель дисконтування дивідендів» і її досконаліші форми (наприклад, «модель дисконтування потоків платежів») стали фундаментом як для практичної роботи інвестиційних аналітиків в частині оцінок активів традиційних цінних паперів, компаній, проектів, так і для досліджень що послідували за нею: щодо портфельної теорії, моделі оцінок капітальних активів (англ. CAPM), арбітражної теорії, теорії ефективності ринків. Г. Марковіц, ознайомившись з роботою Дж. Вільямса, усвідомив, що окрім прагнення інвестора до максимізації дисконтованого потоку платежів, бракує ще якогось виміру для цінних паперів, який міг би пояснити існуюче на практиці практичне прагнення до диверсифікації портфеля активів. На роль такого виміру він запропонував стандартне відхилення дохідності як міру ризику. З математичної точки зору стандартне відхилення портфеля активів менше стандартного відхилення окремого активу в портфелі за винятком випадку, коли між активами існує повна кореляція дохідності. У цій концепції для

інвестора існує два критерії, за якими він оптимізує свій портфель – дохідність і ризик. Двовимірна модель дозволяє відобразити можливі комбінації активів в портфелі на площині, отримуючи криву дохідності-ризик. Розроблені на момент розвитку теорії математичні методи оптимізації дозволяли для великого числа активів в портфелі знаходити оптимальні пропорції розміщення – мінімізувати ризик при заданому рівні дохідності. [136]

На базі концепції Г. Марковіца незалежно один від одного Дж. Трейнор, В. Шарп, Дж. Лінтнер і Я. Моссін розвивають портфельну теорію, додаючи до портфелю безризиковий актив. Створена ними модель оцінки капітальних активів (САРМ) встановлює лінійний зв'язок між дохідністю активу і його систематичним (таким, що диверсифікується) ризиком.

Одним з важливих наслідків цієї концепції стало розуміння того, що дохідність активу залежить не стільки від загального ризику активу, вимірюваного стандартним відхиленням дохідності, як від систематичного (ринкового) ризику – такого, який не можна усунути в диверсифікованому портфелі активів. Інвестори не отримують компенсації, коли несуть ризики, які можна усунути шляхом безкоштовної диверсифікації, а актив з найбільшим загальним ризиком, вимірюваним стандартним відхиленням дохідності, необов'язково матиме найбільшу очікувану дохідність. [181]

Фактично метод оцінки капітальних активів (САРМ) дозволяє визначити бажаний (потрібний) рівень дохідності активу, якщо цей актив додається до вже диверсифікованого портфеля цінних паперів. Ця концепція доповнює модель дисконтованого потоку платежів (модель Дж. Вільямса), пропонуючи метод розрахунку необхідної норми дохідності, що використовується в моделі.

В основі моделі Г. Марковіца лежать припущення про нормальний розподіл дохідності активів, про раціонального інвестора, який при виборі активу керується тільки ризиком і дохідністю і при однаковій дохідності вибирає актив з меншим ризиком, про інформаційну ефективність ринків (доступності усім інвесторам однакової значимої інформації про активи). Проте існуючі свідчення невиконання цих припущень останнім часом привели до появи нових напрямів в інвестиційній теорії, зокрема, «Поведінкових

Фінансів» (англ. Behavioral finance), які вивчають вибір інвесторів, виходячи з часто спостережуваного явища їх нерациональності і стадної поведінки. Незважаючи на появу арбітражної теорії (метод оцінки очікуваної дохідності, що базується на багатofакторній макроекономічній лінійній моделі) і напряду «Поведінкових фінансів», модель оцінки капітальних активів все ще є дуже популярною серед практикуючих фінансових аналітиків.

Аналізуючи закономірності розвитку ІСІ, не можна не розглянути такий напрямок розвитку наукової думки як гіпотеза ефективності ринків (ГЕР). Розвиваючись із прикладних статистичних досліджень, з аналізу руху цін на фінансові активи, вона поступово увібрала в себе цілу серію наукових праць, накопичених за другу половину ХХ століття, які можуть бути об'єднані в повноцінну теорію ефективності ринків. Результати численних досліджень не тільки допомогли краще зрозуміти закони руху цін на фінансові активи (а точніше їх відсутність), виявити цінові аномалії, оцінити ефективність ІСІ з точки зору інвесторів, але і поміняти уявлення багатьох учасників ринку про цінності активного управління, вплинути на інвестиційні стратегії ІСІ.

Найбільш ранньою відомою емпіричною роботою щодо дослідження руху цін з точки зору відображення у ньому значимої інформації є робота французького математика Л. Башельє 1900 р. про незалежність цін на акції – "Теорія спекуляції". Л. Башельє уперше використав ідею броунівського руху для моделювання ціноутворення на біржах. Він стверджував, що зміни цін на акції – це незалежні однаково розподілені випадкові величини, а спекуляція – "справедлива гра", і очікуваний прибуток для спекулянта має бути нульовим.

Британський статистик М. Дж. Кендалл у 1953 році досліджував тижневі зміни цін на індекси промислових акцій, на бавовну і зернові ф'ючерси і, оцінивши серійну кореляцію, заявив, що зміни цін незалежні і близькі до нормального розподілу. М. Осборн значно вплинув на подальші дослідження, запропонувавши розглядати не процентну зміну цін акцій, а зміну логарифмів цін, яка, як він підтвердив за допомогою аналізу "серій", має ймовірнісний розподіл такий же, як у частинки при броунівському русі [103, с. 389].

До появи в 1965-1966 рр. робіт Б. Мандельброта і П. Самуельсона зміна

цін розглядалася з позицій поняття «справедливої гри» з теорії ігор [103, с. 389]. З появою моделей Б. Мандельброта і П. Самуельсона і розвитком теорії випадкових процесів у дослідників з'явилося строгіше імовірнісне математичне обґрунтування, мартингали замінили випадкове блукання цін.

Ю. Фама у 1970 році для ринків капіталу запропонував поняття «ефективного ринку», як такого, на якому ціни на активи «завжди повністю відображають доступну інформацію» [103]. Але таке визначення є дуже загальним для проведення емпіричних досліджень. Більша частина досліджень базується на тому, що концепцію інформаційної ефективності можна перевіряти в термінах дохідності цінних паперів. Варто відзначити, що в основному роботи зосереджуються на фондовому ринку, хоча є і виключення. Цю концепцію можна застосовувати і до ринків інших активів.

Відповідно, під гіпотезою ефективного ринку розуміється припущення, що вся значима інформація негайно і повністю відображається в цінах активів. Гіпотеза ефективного ринку по відношенню до різних наборів інформації може бути сформульована так: ринок є ефективним по відношенню до класу інформації, якщо вона негайно і повністю відображається в ціні активу.

Визначення «абсолютної» ефективності, надане Ю. Фамою, представляється не дуже вдалим. З точки зору визначення Ю. Фама неефективним можна назвати ринок, на якому хоча б частина інформації не відображена в цінах (тобто при використанні цієї інформації можна отримати аномально високий прибуток) протягом скільки завгодно короткого часу.

Ефективність варто розглядати як здатність цін відображати доступну інформацію і швидкість (час) цього відображення. Чим швидше усуваються цінові відхилення, тим ринок ефективніший. Під ціновими відхиленнями розуміється можливість отримати аномально високу дохідність з урахуванням ризику, тобто дохідність вищу, ніж теоретична, що розрахована згідно моделі ціноутворення активів (CAPM) при даному рівні ризику.

У тій же роботі 1970 р. Ю. Фама використав поділ існуючих досліджень на три класи доступної інформації (ринкова, публічна і інформація з

публічних і приватних джерел), яка набула подальшого поширення: слабка, напівсильна і сильна форми ефективності ринку.

Слабка форма ГЕР передбачає, що поточні ціни цінних паперів повністю відображають усю ринкову інформацію, до якої відносять історичний рух цін, обсяги торгів, торгівлю блоками, нестандартні угоди, операції проведені біржовими фахівцями і значення дохідності за попередні періоди. З припущення, що поточна ціна вже включає дані історичної дохідності й іншу ринкову інформацію про цінні папери витікає, що ця інформація не пов'язана з майбутнім значенням ціни, тобто зокрема, дохідність по періодах незалежна. Отже, знання історичного руху цін, як і іншої ринкової інформації по цінних паперах, не має цінності для прогнозування майбутньої ціни [165, с.151].

Дослідження слабкої форми ефективності ринків, можна розділити на дві групи: статистичні тести на незалежність між коливаннями цін (між доходами) по періодах і перевірка результативності технічних правил торгівлі.

Перша група досліджень присвячена оцінці зв'язку між доходами за різні періоди з використанням автокореляції, а також дослідженню випадковості «серій» – послідовностей однобічної зміни ціни.

Окрім вже згадуваних робіт Л. Башельє і М. Дж. Кендалла, що з'явилися ще до формулювання ГЕР, слід відмітити роботу Ю. Фама 1965 року. У ній проводилися дослідження як за допомогою серійної кореляції, так і аналізувалися «серії» доходів за 1, 4, 9 і 16 днів. Результати показали незначиму кореляцію між змінами цін, відповідну моделі випадкового блукання [103, с. 396]. Але при розгляді складових частин загальної зміни цін, пов'язаних з впливом різних чинників, з'ясувалося, що пофакторно, в змінах цін присутня серійна кореляція, яка нівелюється при спільній дії всіх чинників. Це дозволило Б. Розенбергу і А. Раду заявити про невірність слабкої форми ГЕР [74, с. 24].

Другий напрям досліджень став необхідний тому, що тести на наявність кореляційного зв'язку між доходами за період дуже прості і не відображають складніших цінових моделей, які використовуються при технічному аналізі.

Прикладами таких досліджень є роботи С. Александера, Ю. Фама, Ю. Фама і М. Блюма 60-х рр. щодо оцінки торгівлі за допомогою фільтрів [74, с. 23]. Аналізувалися різні значення фільтрів від 0,5% до 50%. Використання маленьких фільтрів приносить дохід вище середнього, але вимагає великої кількості транзакцій. А витрати по транзакціях нівелюють надвисокі доходи.

Проводилися також оцінки інших торговельних правил. Ранні дослідження в основному демонстрували, що відомі торговельні правила не дозволяють перевершити дохідність стратегії купити-і-тримати з урахуванням ризику і після врахування комісійних, хоча деякі сучасніші дослідження свідчать на користь певних торговельних правил [165, с. 153].

Таким чином, хоча більшість досліджень торговельних правил свідчать на користь слабкої форми ГЕР, ці результати не є вичерпними, оскільки цей напрям досліджень не позбавлений недоліків. По-перше, кількість торговельних стратегій не обмежена, а тестування проводилося по найбільш відомих правилах, що не дозволяє на підставі наявних досліджень однозначно робити висновок про ефективність або неефективність ринків. По-друге, більшість досліджень використовують дані з провідних світових бірж, де цінні папери активно торгуються, що спотворює результати у бік більшої ефективності ринку. Велика кількість інвесторів, що пильно стежать за новою інформацією, швидко коректує ціни, підвищуючи ефективність ринку.

Напівсильна форма ГЕР стверджує, що поточні ціни цінного папера повністю відображають всю публічну інформацію, наприклад, для акцій, окрім ринкової інформації, – дані про прибутки компаній, співвідношення ціна/прибуток на акцію і ціна/балансова вартість, дивідендна дохідність та інша фундаментальна інформація, а також економічні і політичні новини. Якщо ринок має напівсильну форму ефективності, то використання будь-якої важливої нової інформації після того, як вона стала публічною, не може принести дохід більший за середньоринковий з урахуванням ризику після обліку транзакційних витрат.

Аналіз напівсильної форми ГЕР можна розділити на два напрями. У дослідженнях першого напрямку перевіряють, чи можна, використовуючи

публічну інформацію (окрім ринкової що перевіряється у слабкій формі), спрогнозувати майбутню дохідність. Якщо напівсильна форма вірна, то такий прогноз неможливий. В іншому напрямі – аналізі значимих подій, визначається, як швидко ціни на активи реагують на нові економічні події. ГЕР передбачає, що реакція має бути миттєвою.

На ефективному ринку всі цінні папери повинні мати однакову дохідність з урахуванням ризику, оцінену згідно моделі ціноутворення активів (CAPM), тому першим напрямом досліджень є визначення, чи можна використовуючи публічну інформацію про цінні папери, визначити, які з них отримують дохідність з урахуванням ризику, вищу або нижчу змодельованої. Наявність такої можливості може означати, що ринки неефективні, або, що модель ціноутворення активів невірно оцінює рівень ризику, або, що невірним є припущення про раціональність інвесторів.

Як показують дослідження, існує залежність між історичним коефіцієнтом відношення ціни до прибутку на акцію (P/E) і майбутньою дохідністю акції [105, с. 428]. Акції з низьким співвідношенням показують дохідність з урахуванням ризику, яка перевершує середньоринкову, і навпаки. Таким чином, публічно відомі дані для розрахунку коефіцієнта ціна/прибуток містять в собі цінну інформацію відносно майбутніх доходів, що не узгоджується з ГЕР. Відносно іншого аналогічного коефіцієнта – відношення ціни до прибутку на акцію і до очікуваної швидкості росту прибутку компанії (PEG), результати неоднозначні. У дослідженні Д. Петерса 1991 року, де використовується щоквартальна переоцінка показника, спостерігається зворотня залежність між згаданим коефіцієнтом та доходом [154]. У подальшому дослідженні Ф. Рейллі і Д. Маршалла з річною переоцінкою показника, за винятком групи акцій з найменшою очікуваною швидкістю росту, не виявилось значимого зв'язку між відповідними величинами [155].

Більш повне розуміння склалося для «ефекту малих фірм». Дослідження зв'язку між капіталізацією компанії і доходами на її акції встановило наявність зворотної залежності між розміром компанії і дохідністю з урахуванням ризику [74, с. 28]. Акції невеликих фірм на тривалих часових інтервалах

значно перевершують акції крупних підприємств. М. Рейнгенам показав, що при нечастих транзакціях (річне балансування) акції малих фірм перевершують за дохідністю стратегію купити-і-тримати, а також акції крупних фірм в довгостроковому періоді (25-30 років) [166]. З точки зору виправдання ефективності ринку, імовірно, що рівень ризику малих фірм оцінюється некоректно у зв'язку з меншою частотою торгів по ним.

Ю. Фама і К. Френч виявляли зв'язки і між іншими публічно доступними коефіцієнтами, такими як коефіцієнт волатильності β , відношення прибутку до ціни на акцію, розмір компанії і використання нею леверіджа, а також відношення балансової вартості капіталу до ринкової, і дохідністю акцій цих компаній [105]. Для коефіцієнта відношення балансової вартості капіталу до ринкової, вони виявили значимий позитивний зв'язок з середньою дохідністю акції, навіть при включенні в оцінювану залежність інших перерахованих коефіцієнтів. При включенні в залежність всіх перерахованих коефіцієнтів значимими залишаються лише розмір і відношення балансової до ринкової вартості капіталу.

Виявлені залежності і, відповідно, можливості для здобуття аномально високих доходів в літературі отримали найменування «аномалії» ГЕР.

Такою, що суперечить гіпотезі ефективного ринку, є «січнева аномалія». Припускається, що січнева аномалія пов'язана з податковим законодавством США – в кінці року (листопад-грудень) для того, щоб зафіксувати збитки, багато інвесторів продають активи, які втратили в ціні. Після Нового року існує тенденція придбання тих же або інших цінних паперів для своїх портфельів, що чинить підвищуючий тиск на ринок [74, с. 28]. Подібної аномалії не повинно існувати, оскільки арбітражна торгівля повинна усунути різницю в цінах. Імовірно, січнева аномалія зберігається через вартість транзакційних витрат, хоча після публікації безлічі робіт присвячених їй, стає менш вираженою [171]. Досліджувалися також і інші тимчасові періоди, зокрема, був виявлений «ефект вихідних» – коли середня дохідність акцій за вихідні була негативною, хоча в решту робочих днів тижня – позитивною [74, с. 28]. Але і цей ефект майже зник, після його виявлення у 1980 році [171].

Другий напрям аналізу напівсильної форми ГЕР зосереджується на тому, як швидко ціни на активи адаптуються до нових економічних подій, і чи існує можливість аномально високих доходів, пов'язаних із значимою економічною новиною. Дослідниками розглядалися: повідомлення про дроблення акцій, дані про первинне публічне розміщення акцій, інформація про включення акцій в котирувальний перелік крупної біржі, корпоративні події, випуск облігацій, значні світові політичні і економічні новини тощо.

Одним із найбільш ранніх досліджень в цій сфері є робота Ю. Фама та інших 1969 року, де досліджується можливість здобуття аномальної дохідності після повідомлення про дроблення акцій [104]. Якщо ГЕР вірна, то вся значима інформація, яка привела до дроблення акцій, вже відображена в ціні, тому дана подія не повинна викликати якихось відхилень в дохідності акцій. У їх вибірці перед дробленням акції показували аномальне зростання ціни, яке автори пояснюють підвищенням очікувань по прибутку на акцію у зв'язку з успішною діяльністю компанії в цей період. Автори роблять висновок, що результати свідчать на користь напівсильної форми ГЕР.

Значні світові події також впливають на вартість акцій, причому швидкість зміни цін, свідчить на користь ГЕР. Публікація макроекономічних даних, що відрізняються від очікуваних, щодо інфляції, грошової пропозиції, ставки рефінансування, рівня безробіття відображується в цінах протягом декількох годин [189]. Таке швидке коригування цін відповідно до нової інформації свідчить на користь ГЕР.

Важливою подією для компаній є включення її акцій в котирувальний список крупної біржі, наприклад, NYSE. Виявлено, що ціни на акції зростають перед оголошенням про включення в лістинг, а після включення – падають [139]. Виявлені також свідчення про можливі короткострокові доходи, пов'язані з використанням цього явища, що суперечить ГЕР.

Сильна форма ГЕР передбачає відображення в цінах всієї інформації з публічних і приватних джерел. Це означає, що жодна група інвесторів не має монопольного доступу до значимої інформації, яка впливає на формування ціни, і, відповідно, не може отримати дохід вищий середньоринкового з

урахуванням ризику. Сильна форма включає дві попередні форми [165, с. 152].

Способом перевірки сильної форми ГЕР є аналіз дохідності різних груп інвесторів, щоб зрозуміти, чи існує підгрупа, яка тривалий час (на постійній основі) отримує дохідність, зважену з урахуванням ризику, вищу ніж середня.

Однією з основних підгруп, що цікавили дослідників є корпоративні інсайдери³. У США інсайдери зобов'язані подавати щомісячні звіти в КЦПБ про транзакції з цінними паперами тих компаній, в яких вони є інсайдерами. Ця інформація використовувалася в дослідженнях для визначення того, чи отримують інсайдери аномально високі доходи. Порівняльний аналіз досліджень у 2009 році в цілому продемонстрував, що корпоративні інсайдери частіше продають акції перед падінням на них ціни і не продають перед майбутнім зростанням, що дозволяє їм заробляти аномально високі доходи з урахуванням ризику [81]. Це очевидно свідчить про використання непублічної інформації і порушення сильної форми гіпотези ефективного ринку.

Перевірку сильної форми ГЕР можна сформулювати інакше. До досліджень відносно успішності інвесторів можна віднести роботи, присвячені тому, чи можуть управляючі різних інвестиційних фондів перевершити ринок, чи додають взаємні, пенсійні або інші фонди вартості інвесторам, що є більш дохідним інструментом: активно-керовані взаємні фонди чи пасивно-керовані із стратегією купити-і-тримати.

Порівняння стратегій активного і пасивного інвестування формулюється так: чи можуть активно-керовані фонди отримувати дохідність, достатню для покриття транзакційних витрат і придбання інформації, а також витрат на управління, і як ця дохідність співвідноситься з дохідністю індексних фондів. Можливість заробляти аномально високу дохідність, базуючись на перевершуючих здібностях прогнозування, була б порушенням ГЕР і мала б значні наслідки для всієї теорії фінансів і практики фондового ринку.

Дж. Трейнор у 1965 році розробив методику оцінки діяльності взаємного фонду і ввів показник дохідності з урахуванням ризику. Використовуючи цей показник, У. Шарп провів дослідження дохідності взаємних фондів, що стало

³ керівники компаній, члени ради директорів, власники 10 і більше відсотків акцій компанії

потім класичним і заклало основу для всіх інших досліджень в цьому напрямі. Одним з його результатів було те, що з 34 фондів за період в дев'ять років, що закінчився у 1963 році, лише 11 показали дохідність вищу, ніж індекс Доу-Джонса (DJIA). Цей результат занижує показники взаємних фондів тому, що порівнювалася чиста дохідність фондів, тобто після сплати всіх комісійних, і дохідність індексу, яка не містить жодних витрат на управління. У тому ж дослідженні до вирахування комісійних більше половини фондів показали дохідність вищу за дохідність індексу. У. Шарп узагальнив результат, заявивши, що середній менеджер взаємного фонду вибирає портфель «принаймні, не гірше, ніж DJIA» [175, с. 137]. Правда, дохідність інвесторів виявляється нижчою, ніж дохідність індексу DJIA (на величину комісійних).

Ще одним важливим раннім дослідженням в цій області є робота М. Йенсена [129]. Він розробив свою методологію оцінки діяльності фонду, базуючись на моделі ціноутворення активів Г. Марковіца. Показник дохідності з урахуванням ризику, названий надалі «йенсен альфа», використовується ним для оцінки здатності управляючих до прогнозування, тобто здатності отримати дохідність вищу, ніж слід було б чекати згідно моделі Г. Марковіца. На підставі аналізу вибірки 115 взаємних фондів за період 1945-1964 рр. М. Йенсен довів, що управляючі фондів не лише в середньому не змогли досить добре справлятися зі своїми обов'язками, щоб перевершити за дохідністю стратегію купити-і-тримати, але, що і фонди рідко коли вибирали портфель кращий, ніж якби цей портфель складався абсолютно випадковим чином. Ці ж висновки справедливі при використанні для випадку валової дохідності фондів, тобто ще до вирахування витрат на управління. Дослідження М. Йенсена свідчить на користь вірності ГЕР.

Р. Хенріксон у 1981 році зосереджується на здатності більше сотні управляючих фондами підібрати час проведення операцій. Встановлено, що управляючі не можуть ефективно підібрати розподіл часток між ризиковими і безризиковими активами в портфелі, тобто невірно прогнозують прибутковність ФР в часі порівняно з безризиковими активами. [124]

Кент Д. розробив еталонні індекси для оцінки успішності управляючих і провів дослідження 2500 взаємних фондів за період 1975-1994 років [130]. Він дійшов до висновку, що хоча середній фонд і перевершує прості «механічні» стратегії, але величина ця вкрай мала і приблизно дорівнює витратам на управління. Тобто згідно з цим дослідженням, діяльність більшої частини управляючих приносила дохід в порівнянні з пасивними інвестиціями вищий на стільки, скільки вони самі споживали. Хоча автор і виявив існування декількох фондів (в основному фондів зростання), які отримували аномально високий дохід впродовж довгого періоду часу.

Е. Елтон, М. Грубер, Х. Блейк проводили всесторонні дослідження взаємних фондів. Доцільно звернути увагу на їх дослідження взаємних фондів 1995 року, які інвестують в бонди [97]. У цьому дослідженні вони за допомогою власної моделі відносного оцінювання (relative pricing model) приходять до висновку, що фонди з вибірки показують результати гірше, ніж повинні були б згідно їх моделі. З іншого боку, в дослідженні взаємних фондів, що інвестують в акції, вони змогли виділити групу фондів, які стабільно отримували позитивний зважений по ризику дохід (йєнсен альфа), тоді як останні загалом не дотягували до дохідності пасивних ринкових індексів. Останній результат свідчить не на користь сильної форми ГЕР.

На користь цінності активного управління і неефективності ринків свідчать і висновки дослідження 1996 року Дж. Шевальє [80]. Вона встановила залежність між рівнем освіти управляючих фондами і результатами їх роботи. Вищий середній рівень балів випускного тестування по школі, в якій вчився управляючий, а також наявність ступеня МВА сприяло вищим доходам його фонду, більш того управляючі з найкращими характеристиками «перевершували ринок». А ось М. Кархарт, навпаки, вивчаючи стабільність результатів взаємних фондів, виявив серед іншого, що підтвердження існування інформованих або здатних управляючих є ненадійним [78].

Увагу дослідників привертала і хеджеві фонди. Вони грають велику роль у підвищенні ринкової ефективності, враховуючи різноманітність стратегій інвестування, вплив на корпоративне управління і інвестиції в

неліквідні цінні папери. Диверсифікація і гнучкість вкладень хеджевих фондів ускладнюють їх класифікацію і роблять проблематичним підбір еталонних індексів для оцінки відносної дохідності. Тому К. Аккерман для вибірки із понад 900 фондів за 8 років 1988-1995 рр. використовує як коефіцієнт Шарпа (для абсолютного), так і 8 різних індексів для відносного порівняння [60]. Оскільки вищі доходи управляючих і свобода дій залучають в галузь кращих фахівців, то результати хеджевих фондів стабільно перевершили результати взаємних фондів. Але по відношенню до індексів результати вийшли змішаними – в різні періоди різні хеджеві фонди то перевершували індекси, то показували гірші результати. В цілому вищі результати до вирахування витрат на управління, ніж в індексах, нівелювалася цими самими витратами на управління. Це узгоджується з ГЕР – витрати на пошук недооцінених цінних паперів відповідають вигоді від них. Несприятливим був для хеджевих фондів і період 1990-х років, коли за 10 років вони показали середньорічну дохідність 14,2%, тоді як індекс S&P 500 – 18,8% [73].

Географія досліджень результативності управляючих також обширна. У роботі Р. Сінх 2004 року були розглянуті канадські взаємні фонди, і результати були не на користь управляючих. Індійські взаємні фонди в періоді 1995-2004 рр. і австралійські трасти не змогли перевершити ринок, сінгапурські трасти показали змішані результати, розподілившись майже порівну по різні боки від дохідності ринку. [177, с.127-131]

Порівнянням активно і пасивно керованих взаємних фондів швейцарського фондового ринку займалися М. Амман і М. Штейнер [66]. Використовувалася історія 160 інвестиційних фондів за 18 років. В середньому активно керовані фонди показали результат на 1% гірший, ніж пасивні фонди. Але виділивши групу фондів, що інвестують в акції малокапіталізованих компаній, вони виявили, що активні фонди не лише перевершили пасивні фонди, але й показали кращі результати, ніж індекси, чого не можна сказати про інші активно і пасивно керовані фонди з їх вибірки. Цікавим було спостереження за дохідністю по періоду – активно керовані

фонди до 2000-го року показували кращу дохідність, ніж після, що може свідчити про зростаючу ефективність швейцарського фондового ринку.

Пенсійні фонди не залишилися без уваги дослідників, але і тут результати не були однозначними. 30 пенсійних фондів Колумбії виявилися менш привабливими для своїх інвесторів, ніж пасивно керовані біржові фонди з порівнянними інвестиційними портфелями [102].

Існують свідоцтва, що аномалії, зафіксовані у напівсильній формі ефективного ринку, після публікації відповідних результатів досліджень або ослаблялися, або взагалі зникали [171]. Але серйозним аргументом проти ГЕР є бульбашки, що лопнули, на фінансовому ринку. За 4 дні жовтня 1987 року індекс Доу-Джонса втратив близько 30% без передуючих важливих новин або подій, тобто без видимих причин для обвалу. Пояснити це в рамках ГЕР не є можливим. П. Самуельсон припускає, що ринки ефективні на мікрорівні (в тому сенсі, що при виникненні можливостей для аномального доходу з урахуванням ризику, ця можливість використовується учасниками і тим самим усувається) і неефективні на макрорівні (у сенсі наявності довгих хвиль агрегованих індексів, у яких більшість активів відхиляються від своєї фундаментальної вартості).

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 базового припущення про раціональних інвесторів, не схильних до ризику. З 1990-х роках розвивається напрям, що вивчає фінансову поведінку (Behavioural finance). Зокрема були зафіксовані такі поведінкові властивості інвесторів:

- самовпевненість (схильність до підтвердження очікуваного), схильність підкреслювати позитивні новини, ігнорувати негативну інформацію, перебільшувати швидкість зростання компанії;
- стадна поведінка непрофесійних учасників, схильних слідувати тренду, що збільшує волатильність ринку;
- неприйняття втрат – прагнення уникнути втрат, перевищує прагнення заробити; тощо.

Відповідно, отримав розвиток напрям «адаптивна гіпотеза ринку», що об'єднує в собі гіпотезу ефективного ринку і нові дослідження нерациональної фінансової поведінки з використанням принципів еволюції: конкуренції, адаптації і природного відбору [135].

На думку Е. МакГоуна, слабка форма ГЕР з точки зору класу інформації взагалі порожня, оскільки ринкові дані не використовуються для прогнозу самі по собі, а лише разом з якимись формулами або технікою прогнозування, які відносяться до класу інформації напівсильної або сильної форми [140]. Він вважає більш доцільним не оцінювати ринки, як абсолютно ефективні або неефективні, а оцінювати їх як такі, що мають різну міру ефективності, за швидкістю корекції цін і обсягу торгів, необхідного для корекції згідно нової інформації. А. Ло також вважає, що актуальнішим було б оцінювати порівняльну ефективність ринку – відносно іншого ринку, наприклад, ф'ючерсний до спотового, аукційний до дилерського [135]. Але, поки що кількісних показників для порівняльних мір ефективності не розроблено.

Питання ефективності ринків все ще залишається дискусійним. Одним з найбільш послідовних противників цієї концепції є В. Баффет – учень Б. Грема, одного з авторів «Біблії інвесторів» – «Аналіз цінних паперів». В. Баффетт спростовує її достовірність не тільки у своїх публічних виступах (не зовсім коректно з наукової точки зору [72, с. 216]), а й своїм успішним інвестиційним досвідом, заснованом на ретельному пошуку і дослідженні недооцінених компаній, тобто на інвестиціях у цінність. Мабуть, найбільш яскравим прикладом, контраверсійності теми ГЕР є той факт, що сам Б. Грем у 70-і роки заявляв, що є прихильником ГЕР. Він перестав оновлювати видання книги «Аналіз Цінних Паперів», аргументуючи це тим, що у світлі численних підтверджень зростаючої ефективності ринків схиляється до того, що ретельний фундаментальний аналіз, описаний в цій книзі і актуальний на момент першого видання, вже не буде приносити дохідності, достатньої для покриття витрат на його проведення [58].

Не дивлячись на спірність теорії ефективності ринків, різноманітні дослідження, присвячені цьому питанню, значно поліпшили розуміння

механізмів ціноутворення, проявили залежності, що існують на фондових ринках, виявили і допомогли усунути цінові аномалії, дозволили оцінити результативність інвестиційних управляючих. Результати досліджень цінності активного управління фондами спільного інвестування також суперечливі. З одного боку, існують досить надійні підтвердження того, що в середньому управляючі взаємних, пенсійних, хеджевих 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 (Value Line, доступ до інсайдерської інформації), і ці фонди або індивідуальні інвестори впродовж довгого часу досягають результатів вищих, ніж результати пасивного інвестування в індекс. Хоча існують свідчення, що перевершуючий результат в одному періоді збільшує вірогідність позитивного результату в наступному, гарантій такого збереження дохідності, що перевершує ринок, немає. Тому, щоб стати інвестором саме такого «видатного» фонду, потрібен аналіз діяльності фондів: порівняння з конкурентами, вивчення стратегій інвестування найкращих фондів для того, щоб визначити результат випадковий або заснований на використанні неефективності ринку, оцінювати вірогідність збереження результату в майбутньому і бути готовим до зміни фондів. Це вимагає певних навичок і знань, які зазвичай відсутні у непідготовлених інвесторів, або аналіз може бути затратними з точки зору отримання і обробки потрібної інформації.

У зв'язку з цим є обґрунтованим інтерес інвесторів до пасивно керованих ІСІ, які характеризуються широкою диверсифікацією (і можуть відображати ринок в цілому) і мінімальними витратами на управління, і представляється доцільним їх використання як некваліфікованими інвесторами, так і професійними учасниками фондового ринку.

ІСІ з пасивним управлінням (або індексні фонди) характеризуються тим, що портфель активів формується не за допомогою розробленої і оновлюваної управляючим специфічної інвестиційної стратегії, а за допомогою копіювання

структури і складу одного із загально визнаних індексів (слідкування за індексом, бенчмаркінг), з мінімальними від нього відхиленнями і практично повною відсутністю змін складу портфеля в часі. Це дозволяє відмовитися від дорогих послуг з активного управління портфелями, залишивши тільки функції з підтримки структури активів індексного фонду відповідно до структури індексу і в кілька разів зменшити витрати інвесторів на управління.

Окремо хотілося б зупинитися на понятті фінансової стабільності (нестабільності) системи. Немає загальноприйнятого визначення цього поняття, не дивлячись на те, що в світі в багатьох міжнародних організаціях (Basle Committee on Banking Supervision, FSB, IMF, International Accounting Standards Board тощо) і національних регуляторах (включаючи НБУ) створені підрозділи, що займаються проблемами фінансової стабільності. Як правило основною характеристикою поняття фінансової стабільності є можливість учасників фінансової системи (інституціональних та індивідуальних інвесторів, домогосподарств, підприємств, уряду) виконувати взяті на себе зобов'язання. До цього додаються такі аспекти, як здатність фінансової системи ефективно направляти інвестиції в реальний сектор економіки, ціни на фінансові активи, які відображають фундаментальні фактори, безпроблемне проведення платежів, здатність протистояти зовнішнім шокам, довіра до фінансової системи з боку учасників – всі вони пов'язані з основними функціями фінансової системи. До проявів фінансової нестабільності відносять різні явища – від банківських криз до обвалів на фондовому ринку.

Висновки до розділу 1

1. Аналіз теоретичних основ функціонування фінансових посередників дозволяє зробити висновок, що суть і специфіка фінансових посередників найкраще розкривається через їх основні функції. 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.

2. Подальший аналіз розвитку інституціональних інвесторів дозволив узагальнити деякі тенденції. У 1970-1980-ті рр. у середовищі фінансових посередників відбувалися істотні структурні зміни, зумовлені покращенням стану економік провідних країн, зростанням добробуту населення і накопичень, фінансовою лібералізацією, створенням нових бірж, розвитком фінансових ринків. Результатами цих змін стає масштабний вплив коштів домогосподарств від прямої участі в фондовому ринку до опосередкованого, що виражається в зменшенні відносної ролі «класичних» посередників – банків і страхових компаній, і виходом на передній план інститутів спільного інвестування (ІСІ) та пенсійних фондів.

3. Встановлено, що особливістю ІСІ на відміну від страхових компаній і пенсійних фондів є відсутність скільки-небудь 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. У цьому сенсі ІСІ є недорогою альтернативою прямому диверсифікованому інвестуванню на ринку цінних паперів, дозволяючи економити на масштабі. Грунтуючись на функціональних відмінностях від інших інституціональних інвесторів запропоновано тлумачення поняття інститутів спільного інвестування.

4. Як показав історичний аналіз, розвитку і еволюції інвестиційних фондів сприяли не тільки внутрішні характеристики, властиві цим інститутам, але і, чи не більшою мірою, зовнішні процеси, такі як, розвиток ринку базових цінних паперів та фінансової грамотності населення, випадкові дисбаланси, викликані державним регулюванням, коли властивості інвестиційних фондів ставили їх в більш вигідне становище порівняно з конкурентами (іншими фінансовими посередниками), та на останньому історичному етапі – таке

явище як накопичення пенсійних ресурсів широкого середнього класу. Проводячи історичні аналогії – для масового розвитку цих фінансових посередників в інших регіонах світу необхідним є дотримання хоча б частини цих факторів. Навіть там, де ІСІ представлені слабо, відчувається незаповнена «екологічна» ніша, і існують передумови до їх появи і розвитку, потрібен елемент для кристалізації – будь то накопичення пенсійних ресурсів, масова приватизація або дискредитація банківської системи.

5. Основою інвестиційної діяльності ІСІ є ідеї, методи, відкриття, розроблені в рамках теорії інвестицій. До найважливіших з них можна віднести метод оцінки фінансових активів за допомогою дисконтованого потоку платежів, портфельну теорію Г. Марковіца, теорію оцінки капітальних активів. Наукові підходи, розроблені авторами теорії інвестицій, сприяли розвитку теорії ефективності ринків.

Теорія ефективності ринків, розвиваючись з розрізнених досліджень щодо поведінки цін на фінансові активи, стала домінуючою парадигмою в фінансовій індустрії до 80-х років ХХ століття. Незважаючи на те, що в цій роботі досліджено велику кількість праць, які виявляють аномалії на фондових ринках, що не узгоджуються з ГЕР, зростаюча кількість наукових робіт знаходять пояснення або демонструють усунення відомих аномалій, показують складність для управляючих «переграти» ринок. Причинами зростання ефективності ринків визначені підвищення швидкості обміну інформацією, зростаюча кількість учасників на фондовому ринку, процеси інтеграції національних ринків, що зменшують арбітражні можливості.

6. В процесі дослідження функціональності ІСІ виявлено, що найважливішим завданням фінансових посередників є ефективне управління значними ресурсами, виведеними на фінансові ринки. ІСІ, обов'язки яких перед інвесторами як раз і полягають у заощадженні й примноженні інвестованих коштів, шукають нові напрямки інвестиційних стратегій, якими під впливом теорії ефективності ринків і зменшення практичних можливостей переграти ринок, все частіше стає індексне інвестування.

Основні положення цього розділу опубліковані в роботах [20, 22].

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ НА РИНКУ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

2.1. Трансформація діяльності ІСІ під впливом довготривалих чинників

Одним з чинників, що зумовили розвиток ІСІ, стала теорія ефективності ринків. Наукові дослідження, присвячені ГЕР, вплинули на практичну діяльність в інвестиційній індустрії. У 70-ті роки ХХ ст. Дж. Богл, ознайомившись з результатами досліджень, у яких було встановлено, що в середньому управляючі фондами не перевершують свій бенчмарк (яким найчастіше був індекс S&P 500), сформулював ідею створення фонду, який просто складається з акцій індексу S&P 500 з мінімальними витратами на управління. Зараз перший індексний фонд, створений в США у 1976 році, називається Vanguard 500 Index, а сама компанія з управління активами Vanguard (створена Дж. Боглом і входить до числа найбільших), розробляє методологію для розрахунку індексів по різноманітних ринкових секторах, пропонує інвесторам взаємні фонди, біржові фонди, які базуються як на своїх, так і на індексах інших компаній. [184]

З 1990-х років з'являються біржові фонди (англ. ETF), які із самого початку створювалися для пасивного інвестування, в прив'язці до найбільш популярних фондових індексів. У міру розвитку цього типу інструменту поглиблюється спеціалізація на рідкісніші і унікальніші сектори ринку, а також з'являються й товарні біржові фонди (точніше біржові продукти – ETP), але усі вони, як і раніше, характеризуються пасивним стилем управління. Вони складають приблизно 8% від світової індустрії взаємних фондів. Існуюча структура, при якій необхідно постійно публікувати склад портфеля, зменшує бажання управляючих використовувати свої персональні активні стратегії через побоювання повторення дій з боку конкурентів. Тільки у 2015 році оформилася дискусія про можливість розкривати склад портфеля не на постійній, а на регулярній основі з тривалим "тихим" періодом, який закладає базу для розвитку активно-керованих біржових фондів. Але зараз серед біржових фондів домінують саме індексні, які з 2007 р. по 2015 р. залучили

майже в 2 рази більше чистого припливу коштів, ніж індексні взаємні фонди (Рис. В.4) [195, с.44].

Стрімке поширення індексного інвестування підтверджується і непрямыми ознаками. Так, кількість індексів, по яких публікуються дані в Wall Street Journal, росла приблизно по експоненті (Рис. В.5), практично-орієнтованому журналу, присвяченому тільки індексному інвестуванню – Journal of Indexes, більше 15 років, як і тематичній конференції The Super Bowl of Indexing. [194].

З самого початку індекси створювалися як індикатори стану ринків, секторів промисловості або економіки в цілому. Їх використовують в незліченній кількості випадків як інвестори і дослідники, так і регулятори, що формують економічну політику. Наприклад, індекс S&P 500 являється складовим прогнозного Leading Economic Index (скор. LEI) – показника економічної активності для США, що розраховується некомерційною організацією Conference Board, індекс FTSE All Shares Price Index – для Великобританії, індекс TOPIX – для Японії. У інвестиційній діяльності індекси широких ринків несуть допоміжну функцію, коли використовуються для розрахунку Beta акцій і, відповідно, вартості компаній і капіталу для реалізації інвестиційних проектів. Створені і використовувані довгий час тільки як індикатори – під впливом теорії ефективності ринків, вони перестали нести тільки інформаційну функцію, ставши основою для індексного підходу до інвестування, створили відособлений феномен на фондовому ринку, а через фондовий ринок впливають і на реальний сектор економіки.

Прискорює розвиток індексних фондів зростаючий попит з боку інвесторів. Найяскравіше це проявляється на ринку США. Приплив додаткових коштів до індексних взаємних фондів з боку інвесторів у 2015 році був максимальним за останні 15 років і склав 166 млрд. дол., 80% з них припадає на фонди, прив'язані до індексів акцій національних і зарубіжних ринків, 20% – на фонди облігацій і гібридних індексів. Приплив коштів до індексних фондів значно прискорився в останні 3 роки, збільшившись майже в 3 рази зі сталих значень 2007-2012 рр. Найбільший приріст характерний для

індексів акцій: приплив у акції національного ринку зріс у три рази, у зарубіжні акції – 3,7 рази (Рис. В.1). І це при тому, що частка володіння індексними фондами серед інвесторів, що інвестують у взаємні фонди, у 2015 році і так велика: 32% (30% у 2013 р. [195, с. 42]) мали в портфелі активів акції хоча б одного індексного фонду [197, с. 44]. В цілому за 8 років з 2007 року індексні фонди акцій національного ринку разом з біржовими фондами отримали 1,2 трлн. дол. припливу нових коштів (включаючи реінвестовані дивіденди), тоді як активно-керовані фонди акцій, навпаки, відчули відтік інвестицій – 835 млрд. дол. у цей же період. [197, с. 46] (Рис. В.4).

Окрім теоретичних обґрунтувань неефективності активного управління у рамках теорії ГЕР існують і відчутніші практичні чинники поширення індексного підходу. Активне управління, незважаючи на додатковий прибуток від експлуатації існуючих неефективностей ринку, може бути досить дорогим, оскільки вимагає інтенсивних досліджень ринку, компаній і розробку стратегій. Відсутність цих витрат, які відраховуються з прибутку фонду, компенсують меншу дохідність фонду. Ще один механізм економії при пасивному інвестуванні пов'язаний з тим, що індексні фонди зазвичай прив'язуються до популярних індексів крупно капіталізованих компаній, цінні папери яких дуже ліквідні, відповідно, незначними є спреди. З іншого боку, цінні папери менш відомих компаній, які виступають об'єктом активного інвестування, можуть мати великі спреди або низьку ліквідність, яка знижує кінцеву прибутковість для інвесторів. Третім механізмом зниження витрат на управління є ефект масштабу. Наприклад, в США у 2015 році індексні фонди мали в середньому 5,1 млрд. дол. активів, що більше ніж у три рази перевищує середній розмір активно-керованого фонду у 1,4 млрд. дол. [197, с.96].

Ці три механізми пояснюють, чому витрати на управління пасивних фондів значно нижчі, ніж у їх активних "колег". Для американських фондів акцій середні витрати на управління (англ. expense ratio) для активних фондів з 2000 р. по 2015 р. неухильно знижувалися зі 106 базисних пунктів (б.п.) до 84 б.п., а для індексних – з 27 б.п. до 11 б.п. Для американських фондів облігацій

картина така ж: для активних з 2000 р. по 2015 р. витрати неухильно знизувалися з 78 б.п. до 60 б.п., а для індексних – з 21 б.п. до 10 б.п. [197, с.97].

Поширення парадигми ефективності ринків і переваги індексних фондів привели 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 р. по 2015 р. їх частка збільшилася більше ніж у 2 рази – з 9,4% до 22% (Рис. В.2). Більше того, далеко не всі фонди, що позиціонуються менеджерами як «активні», на практиці є такими. У спеціалізованих дослідженнях індексних фондів в якості показника пасивного управління використовується пропорція активів, що не співпадають з бенчмарком. Як правило, береться значення в 50-60%, тобто якщо «активна» частка активів фонду менша 60%, то фонд відноситься до категорії індексних. При показнику в 60% виявлено, що близько 20% взаємних фондів у світі (14% в США) є «приховано» (неявно) індексними, хоча менеджери і називають їх активно-керованими (що дозволяє їм отримувати більш високу плату за управління). [82] Таким чином, за легкодоступними оцінками на кінець 2015 року частка прихованого і явного індексного інвестування складає близько 4,64 трлн. дол. або 47% від 9,87 трлн. дол. активів взаємних і біржових фондів акцій США.

При цьому, найпопулярнішим індексом для бенчмаркінга є індекс S&P 500. На фонди, які відкрито прив'язані до нього, припадає 31% активів взаємних індексних фондів (Рис. В.3). Це, безумовно, створює додатковий попит на акції, які входять в цей індекс. І хоча дослідження з області ГЕР відмічають зростаючу ефективність тих секторів ринку, де присутня величезна кількість учасників (зокрема, для компаній з великою капіталізацією, для "блакитних" фішок), стає актуальним питання про відповідність "справедливої" вартості акцій зі списку S&P 500 і їх ринкової ціни, якщо на них існує такий додатковий попит з боку індексних ІСІ.

Виявляється, такий дисбаланс дійсно має місце – компанії, що входять в індекс S&P 500, торгуються з премією в порівнянні з аналогічними (за фундаментальними показниками) компаніями, які в нього не входять. З

моменту появи першого індексного фонду ця премія збільшується. І якщо у 1978 році її оцінювали в 7,7%, то за тією ж методологією у 1997-му році вона досягала значних 46,6%. [160] 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. [194] Збільшення ліквідності, не повністю пояснює таке значне зростання, оскільки ні зміни в обсязі торгів, ні зменшення спреда не демонстрували достатнього поліпшення, що відповідає такому розміру премії. Скоріше за все цьому є просте пояснення в термінах попиту і пропозиції. Цінні папери компанії, додані в індекс, повинні поповнювати портфелі усіх індексних фондів незалежно від того, чи перевершує їх ціна «справедливу» вартість. На момент проведення останнього дослідження якраз близько 9% від загальної капіталізації компаній, що входили в індекс S&P 500, приходилися на портфелі індексних фондів. Аналогічні наслідки задокументовані для інших індексів – S&P Small Cap 600, Russell 1000/2000, Toronto Stock Exchange 300, Nikkei 225, MSCI індексів країн. Причому, вплив на ціну після включення в індекс помічений навіть для тих індексів, для яких зміни складу не є несподіванкою, а завчасно прогнозуються згідно з правилами включення в індекс, що свідчить, що подібний дисбаланс не був виявлений і не використовувався активними учасниками ринку. [194]

Окрім поодинокого впливу на вартість цінного папера у момент включення в індекс, саме знаходження в популярному індексі має довгострокові наслідки – цінова поведінка стає більш погодженою з іншими, що входять в індекс, цінними паперами і менше корелює з ціновими рухами тих цінних паперів, які не входять в індекс. Збільшення коефіцієнта beta – міри кореляції між дохідністю індексу і дохідністю акції, може мати несподівані негативні наслідки для економічної діяльності компанії всупереч поширеній думці про те, що входження компанії в індекс відкриває доступ до дешевшого капіталу. Додавання акції в індекс S&P 500 в середньому збільшує коефіцієнт

beta на 0,1. При премії за ринковий ризик (англ. Market risk premium) в 5% вартість капіталу компанії згідно моделі CAPM збільшується на 0,5%. Відповідно, ті проекти, які раніше були оцінені як прибуткові з нормою дохідності від 5% до 5,5%, тепер будуть проігноровані компанією. А модель CAPM використовується 73,5% фінансових управляючих при бюджетуванні проектів. [194] З іншого боку, боргове фінансування стає доступнішим, оскільки скорингові моделі вірогідності дефолту базуються багато в чому на вартості компанії на ринку. Очевидно, компанії все-таки нівелюють зростання коефіцієнта beta, оскільки помічено, що після потрапляння в індекс S&P 500 вони збільшують акціонерний капітал і зменшують леверидж [137] (боргові запозичення), а це, зрештою, повинно призводити до зменшення beta капіталу.

З механічною закупівлею (продажем) цінного папера в портфелі індексних фондів у зв'язку з її включенням в (виключенням із) індекс(у) багато дослідників зв'язують підвищену волатильність ринку. Як показали дослідження, різкий обвал 19 жовтня 1987 р. на фондовому ринку був викликаний механізмом зворотного зв'язку від активності торговців індексними ф'ючерсами – зовнішній шок викликає незначне ринкове просідання, ф'ючерси на індекс дешевшають, учасники ринку використовують арбітражні можливості, придбаваючи відносно дешеві ф'ючерси і продаючи переоцінені акції, а це чинить знижуючий тиск на індекс, через який знову знижуються ціни на ф'ючерси. Очевидно, цей же механізм спрацював і через 23 роки – 6 травня 2010 року. Той же принцип зворотного зв'язку може реалізовуватися і при використанні індексними фондами високочастотних «роботизованих» торгів.

Поширення індексних фондів робить позитивний, з точки зору інвесторів, вплив на індустрію активно-керованих фондів. Зокрема, помічено, що при появі індексних фондів активно-керовані фонди стають «активнішими» – сильніше відхиляються по складу від бенчмарка, і до того ж конкуренція з індексними фондами примушує знижувати витрати на управління. І, навпаки, в країнах, де слабо представлене «явне» індексне інвестування або воно підміняється «прихованим», вищі витрати на

управління дійсно активних фондів. Чисельна залежність демонструє, що зниження витрат індексних фондів на 50 б.п. викликає зниження витрат активних фондів на 16 б.п. на тому ж фондовому ринку. [82]

Безумовно, ринки ефективніші там, де присутня якомога більша кількість учасників, які відстежують цінні папери з метою отримання прибутку, експлуатуючи наявні дисбаланси. З цієї точки зору перехід багатьох учасників на пасивне інвестування може розглядатися як чинник, який знижує ефективність ринків, в якомусь сенсі, утворюючи зворотний зв'язок.

Висока залежність премії від ціни за входження в індекс від припливу грошових коштів, доповнена поширенням індексних стратегій інвестування, підриває здатність активно-керованих фондів перевершити по дохідності ринок, вимірюваний цими найширшими індексами. Приплив коштів до індексних фондів може бути не лише відображенням того факту, що управляючі не можуть перевершити дохідність індексу, але і більше того, він може бути причиною, чому управляючим все складніше і складніше досягти цього. Тобто, підвищення ефективності ринків сприяє розвитку пасивно-керованих фондів, а з розповсюдженням індексних фондів, по-перше, зменшується частина тих, хто постійно стежить за ринком і нівелює дисбаланси, по-друге, дохідність індексу стає більш важкодосяжною. Обидва ці чинники знижують ефективність ринків. У разі, якщо значна премія для індексних активів дійсно наявна, і до того ж буде зафіксована тенденція до підвищення, значить можна буде спостерігати існування індексної бульбашки, яка не може розростатися нескінченно. І тоді виявляється правим П. Самуельсон, коли стверджує, що ринки ефективні на мікрорівні і неефективні на макрорівні (на рівні широких індексів); а стратегія індексного інвестування з пасивного «купити-і-тримати» перетворюється на стратегію імпульсу (англ. *momentum strategy*, купляти дорого-продавати ще дорожче), або стратегію володіння крупно-капіталізованими компаніями зростання (англ. *resembling a large-cap growth*). Порівняння ж дохідності менеджерів, що активно-управляють, з індексами у такому разі повинні враховувати це явище, а

узагальнення по частині здатності генерувати фінансовими управляючими позитивну Alpha стають нерелевантними.

Інвестори повинні розуміти, що індекси, які мають значні премії за входження, не можуть використовуватися як індикатори стану ринку. Наприклад, замість індексу S&P 500 для цієї мети краще підходить індекс Wilshire 5000, що містить 7200 компаній.

Проте, на вільних для входу ринках у разі виникнення і виявлення дисбалансів завжди з'являться активні агенти, які використовують існуючі дисбаланси для заробітку, таким чином, сприяючи їх усуненню. Одним з напрямів усунення дисбалансів є розширення всесвіту індексів, використовуваних для інвестування: приплив коштів, що розподіляється по більшій кількості секторів, понизить премії, характерні для ситуації з декількома домінантами. Розширення пропозиції індексів може здійснюватися не лише в плані використання нових компаній, але і в зміні принципів побудови індексів. Наприклад, перспективними виглядають індексні стратегії, що зрідка реалізуються в середовищі біржових фондів, в яких індекси зважуються за фундаментальними ознаками – дивідендною дохідністю, швидкістю зростання, а не тільки за капіталізацією або за ціною.

Ще одним впливовим чинником для розвитку ІСІ у довгостроковій перспективі виявилось взаємовідношення з накопичувальними пенсійними системами. Як і у багатьох інших фінансових процесах, при дослідженні функціонування пенсійних систем є сенс звертатися до досвіду США, де накопичувальна пенсійна система діє впродовж декількох десятиліть, будучи моделлю для інших країн, а масштаб пенсійних накопичень робить їх важливим джерелом ресурсів на найбільшому фінансовому ринку світу.

Система пенсійного забезпечення в США має декілька взаємодоповнюваних рівнів. Базовим рівнем служить система платежів соціального страхування (англ. Social Security), яка по факту є перерозподільною системою пенсійних (і страхових) виплат (англ. pay-as-you-go) і фінансується за рахунок податку на заробітну плату (англ. payroll tax). Вона стикається з тими ж демографічними проблемами, що і аналогічні

системи в інших розвинених країнах – зменшення кількості працюючих в порівнянні з пенсіонерами і, як наслідок, дефіцит коштів для виплат. При відсутності реформ, з 2033 року система здійснюватиме тільки 75% із запланованого розміру платежів [150].

Іншою важливою складовою пенсійної системи США є накопичувальна частина. До неї відносяться корпоративні і державні плани з фіксованими виплатами (англ. Defined-Benefit Plans, DB Plans), плани з фіксованими внесками (англ. Defined-Contribution Plans, DC Plans), індивідуальні пенсійні рахунки (англ. IRA), фіксовані ануїтети від страхових компаній (англ. fixed annuities) та ін. За оцінками Investment Company Institute накопичувальна система акумулювала близько 24 трлн. дол. у 2015 році [197, с. 137] (що порівнянно з 17,9 трлн. дол. капіталізації фондового ринку США [186, с. 41]), але, незважаючи на це, виплати від накопичувальної пенсійної системи в доходах пенсіонерів в середньому складають близько 27% від загального доходу на кінець 2013 року і розташовані лише на другому місці після виплат соціального страхування. І хоча роль накопичувальної системи серед джерел доходу пенсіонерів виросла в середньому з 1975 року з 19% до 27% у 2013 р. (Рис. В.6), але за даними дослідження 2014 року для пенсіонерів з низькими трудовими доходами виплати соціального страхування є домінуючими – більше 80% для нижніх трьох квінтилів складають виплати перерозподільної складової пенсійної системи (Рис. В.7).

На відміну від перерозподільних пенсійних систем накопичувальні пенсійні системи призводять до акумуляції значних, в масштабах економіки, довгострокових ресурсів, які при вкладанні в корпоративні цінні папери спрямовуються на розвиток реального сектору економіки, створюючи основу для майбутніх виплат. За допомогою цього механізму частина коштів, отриманих у вигляді заробітної плати в діючих компаніях, перенаправляється на модернізацію існуючих і створення нових підприємств, сприяючи процесу творчого руйнування. Хрестоматійним прикладом такого переміщення капіталів може служити компанія General Motors. У 2005 році вона оголосила про скорочення 30 тисяч працівників і закритті 12 заводів. Протягом багатьох

років компанія направляла мільярди доларів на фінансування майбутніх пенсій і медичне страхування працівників, які не пішли на розробку нової продукції або модернізацію старого виробництва. Ці кошти інвестувалися в цінні папери, і частина з них надійшла у сферу високих технологій, зокрема, в компанію Google. Тепер компанія Google знаменує собою еру постіндустріальної економіки, у свою чергу здійснює інвестиції у венчурні проекти, а її сукупна ринкова вартість майже в 10 разів перевищила ринкову вартість General Motors. [116, с. 172]

Усередині накопичувальної системи декілька десятиліть спостерігалось зрушення від пенсійних планів з фіксованими виплатами (DB Plans) до пенсійних планів з фіксованими внесками (DC Plans). Це особливо наочно видно на Рис. В.8, де індивідуальні рахунки IRA і DC plans, що є планами з фіксованими внесками, складають тільки 18% у 1974 році і більше 50% у 2015 році від усіх активів накопичувальної пенсійної системи. Розміщення активів на рахунках IRA і DC Plans зростало з кожним новим поколінням працівників з моменту вступу в силу ERISA (англ. Employment Income Security Act) у 1974 році, хоча згідно з останніми даними частка стабілізувалася.

Плани з фіксованими внесками не мають конкретних зобов'язань перед своїми інвесторами у вигляді гарантованого рівня виплат, тому вони не використовують технологію Asset-Liability Approach, і їх діяльність більше нагадує діяльність дуже консервативних ІСІ, прагнучих максимізації прибутку, а не діяльність своїх найближчих соратників – фондів з фіксованими виплатами, і компаній по страхуванню життя.

Тренд на зміщення до пенсійних планів з фіксованими внесками спостерігався не лише в США, але і в інших країнах світу: Данії, Таїланді, Австралії, Швейцарії, Іспанії. Такі країни, як Сінгапур і Малайзія, перейшли на систему DC plans і для державної пенсійної системи.

До причин, які викликали таке зрушення, можна віднести такі:

- ускладнення регулятивного законодавства для пенсійних планів з фіксованими виплатами (DB plans);

- підвищення мобільності робочої сили і зрушення зайнятості від великих компаній, в яких сильний вплив профспілок, до невеликих фірм, що віддають перевагу планам з фіксованими внесками;
- прийняття планів з фіксованими внесками в якості інструменту для накопичення заощаджень з боку учасників пенсійної системи;
- довгострокове зростання на фондовому ринку. Контроль над розміщенням коштів індивідуальними особами дозволив їм брати участь в зростанні фондового ринку. Втім, це ймовірно створило зворотний зв'язок – приплив значних коштів пенсійних накопичень на фондовий ринок сприяв довгостроковому зростанню, притягаючи все нових учасників пенсійної системи. [84]

Взаємні, біржові, закриті фонди і ануїтетні плани страхових компаній управляють 22% фінансових активів домогосподарств в США (Рис. В.11). Все більша частка коштів домогосподарств припадає на управління цими інвестиційними компаніями, і усе менше коштів вкладається у фондовий ринок безпосередньо (Рис. В.12), хоча 2008 і 2015 роки є виключеннями.

Зростання індивідуальних рахунків пенсійного забезпечення (англ. IRA) і планів з фіксованими внесками (англ. DC plans) пояснює цей перехід інвесторів до вкладень в інвестиційні компанії в останні декілька десятиліть. Взаємні фонди управляють 54% активів планів з фіксованими внесками (що майже в три рази більше, ніж 20% в 1993 році) і 48% активів з рахунків IRA (Рис. В.13). 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 24 трлн. дол. (Рис. В.10). В останнє десятиліття частка взаємних фондів в активах цих пенсійних планів доволі постійна, що може свідчити – довгострокове зростання стабілізувалося.

На ринку пенсійних накопичень відбувалася жорстка конкуренція, в якій взаємні фонди витіснили банківські продукти, – динаміку змін можна відстежити на Рис. В.9. Хоч масове розповсюдження взаємних фондів почалося у період обмеження на депозитні ставки банків 1979-1982 рр., за масштабами вони зрівнялися і перевищили банківські продукти на початку

1990-х у період активного зростання фондового ринку. Серед типів фондів перевага віддається фондам акцій – у 2013 році на рахунках 63% власників IRA зафіксовано наявність взаємних фондів, а у 53% – взаємних фондів акцій [195, с.142]. В термінах розміру активів – 57,7% з 7,1 трлн. дол. активів IRA і планів з фіксованими внесками інвестовано до фондів акцій, ще 23,4% – до збалансованих фондів, що розподіляють активи між акціями та облігаціями (Таблиця В.1) [197, с. 160].

В наші дні взаємні фонди відіграють ключову роль в нагромадженні пенсійних активів. Так, 91% домогосподарств-власників взаємних фондів в США назвали однією з цілей володіння – нагромадження заощаджень, які будуть використані після виходу на пенсію, а 72% опитаних заявили, що це їх єдина мета. Важливість взаємних фондів для пенсійного забезпечення підтверджується і тим, де розміщуються цінні папери фондів. У 95% власників цінні папери взаємних фондів розміщувалися на їх особистих (IRA) і корпоративних пенсійних рахунках, а також інших рахунках з відстроченим оподаткуванням. [197, с. 120-121]

Але має місце і зворотна залежність – співпраця з пенсійною системою відіграє значну роль в розвитку інвестиційних фондів. Так, 68% людей, що вперше купили цінні папери взаємного фонду з 2005 по 2014 рік, зробили це у рамках спонсорованого працедавцем пенсійного плану [196, с. 120]. Багато учасників пенсійної системи, познайомившись зі взаємними фондами вперше завдяки участі в пенсійних планах, використовують їх надалі для інших накопичень. Приблизно половина довгострокових взаємних фондів (чи 7,1 трлн. дол. з 15,7 трлн. дол. в абсолютному вираженні) знаходяться у володінні пенсійних планів. Втім, для фондів грошового ринку ця частка дещо менша, що природно, зважаючи на довгострокову специфіку пенсійних накопичень (Рис. В.10, права частина). Що цікаво, для індексних взаємних фондів в цілому зберігається така ж пропорція – половина активів індексних фондів знаходиться у володінні пенсійних планів з фіксованими виплатами (Рис. В.14). Правда, більшу зацікавленість викликають плани з фіксованими

виплатами, що спонсоруються працедавцями, ніж самі інвестори за допомогою рахунків IRA.

Біржові фонди поки не відіграють такої значної ролі в управлінні активами пенсійних планів, як взаємні. Правила обліку в США розцінюють усі БФ як «акції», що знижує їх використання інституціональними інвесторами, що мають регуляторні обмеження на вкладення в акції. Зокрема, тільки з 2013 року БФ облігацій стали активно використовуватися страховими компаніями, після того, як їх прирівняли в обліку до облігацій. Пенсійні плани 401(k) історично були націлені на взаємні фонди у зв'язку з обмеженнями на інвестиції в інструменти, що торгуються на біржі. Враховуючи, який ресурс міститься в пенсійних планах, схильних до пасивних консервативних інвестицій, не дивно, що спонсори БФ і провайдери планів 401(k) активно працюють над змінами, щоб БФ стали доступним інструментом для пенсійних планів.

На відміну від взаємних фондів з акціями біржових фондів можна здійснювати короткі продажі. Можливість здійснювати короткі продажі часто вважається причиною більш волатильних ринків, а такі активи вважаються більш ризиковими і менш прийнятними для пенсійних накопичень. Насправді, більша частина учасників, що мають можливість здійснювати короткі продажі переоцінених активів, не дозволяють виникати значним преміям до «справедливої» ціни. Активи на ринку, де немає коротких продажів, мають більше шансів виявитися переоціненими, тобто підвищується вірогідність роздування фінансових бульбашок. Наслідки ж лускання масштабних фінансових бульбашок несуть більшу загрозу для пенсійних накопичень, ніж підвищена волатильність цін активів, але з мінімальним відхиленням від «справедливої» ціни. Таким чином, поширення БФ в якості активів для вкладення коштів пенсійних фондів в довгостроковій перспективі послужить зменшенню вірогідності появи переоцінених активів в портфелях пенсійних фондів. А враховуючи значний ресурс пенсійних фондів, можна стверджувати, що це приведе до зменшення вірогідності появи фінансових бульбашок, і до більшої фінансової й економічної стабільності, за умови, що на ринку

знайдеться достатня кількість учасників (хеджевих фондів, індивідуальних інвесторів), що мають можливість використати стратегії коротких продажів.

Вивчаючи трансформацію діяльності ІСІ, слід проаналізувати і фінансову кризу 2007-2008 рр. – її наслідки і боротьба з нею безпосередньо торкнулися як діяльності інвестиційних підрозділів банків, так і хеджевих фондів у США, і будуть визначати їх розвиток на роки вперед. Криза 2007-2008 рр. вважається найсильнішим потрясінням фінансових ринків з часів Великої Депресії 1930-х років. Аналіз причин дозволяє назвати такі основні чинники, що привели до кризи в США: 1) збільшення пропозиції кредитів у зв'язку з експансіоністською грошовою політикою ФРС і припливом іноземного капіталу; 2) субпраймове кредитування, очевидно, підтримане владою з політичних міркувань; 3) бульбашка, що утворилася, на ринку нерухомості й товарних ринках; 4) невірна оцінка ризиків нових похідних фінансових інструментів, зокрема, облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями (англ. CDO), і кредитних дефолтних свопів (англ. CDS) як рейтинговими агентствами, так і страховими компаніями; 5) проблеми, що проявилися в «тіньовій» банківській системі, зокрема, в інвестиційних банках і хеджевих фондах, що стали значними гравцями в залученні капіталу в економіку, але не регульованих так само ретельно як класичні банки; 6) дерегуляція у фінансовій сфері. Зокрема з 2000-го року набув чинності Закон Гремма-Ліча-Блайлі, що анулює частину положень Закону Гласса-Стіголла (зокрема, про розділення депозитно-позикових банківських операцій і операцій з цінними паперами), хоча ерозія останнього відбувалася з кінця 1980-х рр.

Закон Гласса-Стіголла (що називається ще Законом про банки 1933 р.) був прийнятий у відповідь на виклики фінансової кризи 1930-х рр. Перед біржовим крахом 1929 року і подальшим масовим банкрутством банків американські банки не лише займалися торговими операціями за свій рахунок, але і активно кредитували своїх клієнтів (безпосередньо або через брокерів) для купівлі ними цінних паперів. Цей закон розділяв функції класичного і інвестиційного банкінгу.

Ключовими для інвестиційного банкінгу є операції з цінними паперами (як комісійні, так і дилерські – за свій рахунок, у власних інтересах), участь у злиттях і поглинаннях, управління фінансовими активами через інститути спільного інвестування. Дилерські операції вважаються більш ризиковими, ніж комісійні, оскільки значною мірою залежать від того, наскільки вірно банк оцінив цінні папери і стан ринку. Одним з вагомих аргументів на користь розділення депозитно-позикових банківських операцій і операцій з цінними паперами є різна міра ризиків цих видів операцій і відмінності в підходах до їх оцінки. Оскільки Закон про банки 1933 р. вводив державну систему гарантування депозитів населення, то не лише логічно доцільним, але й морально виправданим було введення обмежень на ризикові операції банків з боку держави. Інакше, практично неминуче виникнення ситуації, при якій банки використовують кошти вкладників для виконання ризикових і більш прибуткових операцій у власних інтересах на фондовому ринку, отримуючи основну вигоду, але при цьому несучи менші ризики, у разі невдачі покладаючись на допомогу уряду.

Іншим аргументом на користь розділення депозитно-позикових банківських операцій і операцій з ЦП являється можливий конфлікт інтересів між банком – клієнтом або між різними клієнтами. Але багатьма американськими економістами вважається, що і до ухвалення закону Гласса-Стіголла банки не використовували ситуацію конфлікту інтересів у своїх цілях.

Основними значними відповідями регуляторів на сучасну кризу стали закон Додда-Френка в США 2010 року, а також зміни рекомендацій Базельського комітету з банківського нагляду, які поступово вводяться в дію.

Рекомендації Базельського комітету Базель III спрямовані на покращення здібності банківського сектора протистояти зовнішнім шокам, згладжуючи коливання економіки, і на зменшення навантаження на державний сектор (зокрема, на платників податків) у разі економічної або фінансової кризи; також на поліпшення банківського ризик-менеджменту і на збільшення прозорості банків. Своїх цілей комітет досягає, зокрема, випускаючи

рекомендації по рівню достатності капіталу банку (по відношенню до активів, зважених по рівню ризику), а також по рівню ліквідності. До 2019 року рекомендований рівень капіталу першого порядку поступово підвищується з 4,5% у 2013 до 6% плюс 2,5% консервативного буфера (англ. conservation buffer), а коефіцієнт покриття ліквідності (англ. LCR) повинен досягти 100% у 2019 році.

Рекомендації не припускають розділення універсальних банків, домінуючих в Європі, на класичні і інвестиційні – що є їх недоліком. Враховуючи швидкість появи нових фінансових інструментів, хто може поручитися, що встановлених норм по капіталу і ліквідності буде достатньо у разі виникнення кризи? Криза показала, що оцінка ризиків ринком здійснюється згідно з припущенням про ринкову ліквідність продуктів, яка в кризові періоди може значно падати, а ціни на деякі продукти можуть взагалі не існувати з причини зупинки торгів.

Більше того, вже в 2011 році були помічені недоліки, пов'язані з коефіцієнтом покриття ліквідності (див. Розділ 2.3). Запропонований стандарт може мотивувати КУА, пов'язані з банками, на використання синтетичної структури біржових фондів (про що детальніше йтиметься в розділі 2.3) [23]

У закону Додда-Френка є дві схожі з базельськими рекомендаціями цілі: зменшення ризиків сучасної фінансової системи і обмеження збитку при банкрутстві системного фінансового інституту. Для досягнення своїх цілей, окрім створення нових агентств по нагляду за учасниками фінансової системи, закон вводить нові правила для фінансових інструментів і учасників. Зокрема, стандартизуються контракти деривативів – вони повинні укладатися за допомогою клірингових організацій (зменшується ризик контрагента) і торгуватися на біржі (робить систему прозорішою). Раніше закриті хеджеві фонди за цим законом повинні зареєструватися в КЦПБ і подавати інформацію про свої торги і склад портфелів. Крім того, закон виокремлює системні фінансові інститути з активами більше 50 млрд. дол., передбачає ретельніший нагляд за ними і створює за їх рахунок «страховий» фонд, що буде використовуватися для ліквідації цих установ у разі потреби замість

коштів платників податків. Не залишилися осторонь і національні рейтингові компанії – створюється офіс КЦПБ, що зосереджує свою регулятивну діяльність саме на них. [178]

Проблеми закону Додда-Френка пов'язані не з цілями, а зі способами їх досягнення. По-перше, фактично виникає партнерство найбільших фінансових інститутів з урядом. Завдяки специфічному регулюванню, визнанню системної ролі цих компаній, створенню «страхового» фонду, продовженню концепції «надто великий, щоб розоритися» (англ. «too big too fail») ці компанії отримують конкурентну перевагу на ринку. Наприклад, можливість отримання ресурсів по нижчих ставках. По-друге, створюється система спонтанних інтервенцій регулятора (особливо у разі скрутного фінансового становища компанії), ґрунтована не на базових прозорих, відомих задалегідь, правилах, що підриває основний принцип правової держави – принцип верховенства права (англ. «rule of law»).

Але найважливішим позитивним моментом в законі Додда-Френка можна вважати правило Волкера – відлуння закону Гласса-Стіголла, що знову вводить заборону для банків на торгівлю цінними паперами за свій рахунок і вкладення коштів, що обмежує для них, до хеджевих фондів або фондів акцій. І хоча критики цього правила стверджують, що тепер дилерські операції перемістилися до інших, небанківських інститутів – хеджевих фондів, які є менш регульованими, але все одно тісно взаємозв'язані з банками і впливають на надійність системи в цілому; але не можна не відмітити, що на відміну від банків уряд не несе зобов'язань по збереженню вкладень в небанківські інститути, і інвестори повинні враховувати ризик своїх інвестицій, за який вони, згідно теорії CAPM, отримують доход.

Як показує історія, завдяки безперервним фінансовим інноваціям навряд чи реформи фінансової системи, як реакція на кризу 2007-2008 рр., зможуть повністю запобігти появі інших фінансових криз. Тому доцільно було б направити реформи на виправлення перекосів в існуючому розподілі ризиків, що частково і здійснюється за допомогою правила Волкера.

2.2. Біржові фонди як новий еволюційний ступінь розвитку інститутів спільного інвестування

Одним з найбільш нових, динамічних і різноманітних інструментів на фінансових ринках є біржові фонди (англ. exchange-traded funds, ETFs). Вони об'єднують в собі сильні сторони взаємних фондів з ліквідністю, порівнянною з ліквідністю акцій, і також доповнюють їх своїми власними унікальними характеристиками.

Кількість біржових фондів (БФ) досягла 4396 наприкінці 2015 року і продовжує зростати [93, с. 45]. Вони обслуговуються близько 190 спонсорами (засновниками) і представлені на більше, ніж 40 біржах по всьому світу. Міжнародна інвестиційна компанія Blackrock є одним з найбільших спонсорів і об'єднує під своїм брендом близько 38% активів під управлінням (AUM) усіх біржових фондів. Разом з іншими чотирма найбільшими спонсорами БФ – State Street Global Advisors (SSgA), Vanguard, PowerShares і Deutsche AWM, загальна частка ринку складає 77%. [93, с.54] Це свідчить про поки ще високу концентрацію в галузі. Наприклад, у взаємних фондів на 10 найбільших спонсорів припадає всього 53% активів у 1990 році і 48% – у 2005 році [163].

Розпочавши зростання з нульової бази на початку 1990-х років, БФ упродовж практично усього періоду існування демонстрували значні темпи зростання. Наприклад, у 1995 році активи БФ склали 1 млрд. доларів, а вже через 10 років – 400 млрд. доларів. В останнє десятиліття вони також показують високі темпи зростання, випереджаючи за швидкістю розвитку інші інвестиційні фонди (Рис. Г.4). З 400 млрд. дол. у всьому світі у 2005 році активи БФ під управлінням виростили до 2879 млрд. дол. до кінця 2015 року, що відповідає зростанню майже у 22% річних (Рис. Г.2). У 2008 та 2011 році спостерігалось зниження швидкості зростання активів. Короткочасне зниження темпів зростання, швидше за все, не у втраті інтересу до нового інструменту або насиченні ринку, а в загальній песимістичності й невизначеності на фінансових ринках у той період. Впродовж 2012-2015 рр. темпи зростання активів знову зросли. Враховуючи дії організаторів БФ щодо розширення різноманітності наявної пропозиції і тенденцію розміщення

частини пенсійних накопичень у біржових фондах, зростання цього типу інструментів продовжиться і далі зі швидкістю, що перевищує і швидкість зростання взаємних фондів, і швидкість зростання хеджевих фондів.

На кінець 2015 року активи БФ у світі складають лише 7,7% від 37,2 трлн. дол. активів взаємних фондів [93, 197]. Але більш показовим є порівняння активів БФ з індексними фондами. В. Сімаков у 2006 році оцінював частку БФ у 41% частки ринку усіх індексних фондів [43]. Маючи дані по частці індексних фондів серед американських фондів акцій (Рис. В.2) і зіставляючи їх з розмірами активів БФ акцій, в яких можна знехтувати незначним відсотком активно-керованих, видно, що в кінці 2015 року активи індексних взаємних фондів акцій і БФ акцій порівнянні у відношенні майже 1 до 1. Під юрисдикцією США знаходиться близько 72% усіх активів під управлінням БФ, в Європі – 17%, Азії – 9%, Канаді – 2% [93 с. 84; 125, с. 166].

Незважаючи на поки ще малий сукупний відносний розмір, їх роль на біржах дуже велика – від 25% до 40% [125, с. 3] (за іншими даними – в середньому 25% [93]) щоденного доларового обороту американських бірж припадає на БФ, і до такого стану речей рухаються в інших регіонах. У цьому сенсі, вони схожі з хеджевими фондами, роль яких також значніша, ніж їх частка в активах ІСІ. Але БФ зростають швидше за хеджеві фонди. Світова індустрія хеджевих фондів досягла 2,9 трлн. дол., розподілених серед більше ніж 8000 фондів у кінці 2015 року згідно зі звітом Hedge Fund Research, Inc (HFRI) [111, с.161]. Таким чином активи БФ (тут БФ в широкому сенсі – точніше біржові продукти, БП) у світі майже зрівнялися з активами індустрії хеджевих фондів у 2015 році.

За даними на 2013 рік у світі велика частина (2832) БФ (і їх різновидів) інвестують в акції компаній – 76,6% або приблизно 2 трлн. дол. Тільки 14,9% активів 812 БФ вкладено в інструменти з фіксованою дохідністю, ще 127 млрд або 4,8% – в товарні ринки [125, с. 162]. Активно керованих БФ (тобто точніше БП) налічується всього 175 штук, і складають вони лише 1% від загального обсягу активів (таблиця Г.2). Це відрізняє їх від взаємних фондів, у яких, наприклад, в США тільки 52% активів представляють з себе інвестиції в

акції. Історичний розвиток взаємних фондів також зумовив їх участь у фондах грошового ринку – досі частка активів в цьому секторі складає 18%. [195, с. 27] У БФ такий напрям вкладення коштів практично відсутній.

На кінець 2013 року 389 БП перевершили за розміром активів мільярд доларів. При цьому, 7% від загального числа БП відповідальні за управління 80% усіх активів БП або 2,1 трлн. дол. в грошовому еквіваленті. Ще трохи менше третини БП за розміром складають більше 100 млн. дол. Найбільш популярною для повторення дохідності є група індексів S&P Dow Jones – 754 млрд. дол. або 29% ринкової частки активів БП. Групи індексів MSCI і Barclays займають відповідно 14,5% і 8,7% частки ринку. [125, с.163]

Враховуючи відомі визначення та відмітні властивості БФ можна сформулювати таке визначення. Біржовий фонд (іноді зустрічається термін «фонд, що торгується на біржі», англ. exchange-traded fund, ETF) – це безстроковий відкритий інвестиційний фонд, акції якого торгуються впродовж дня на фондових біржах за цінами, що визначаються ринком. Інвестора можуть купувати і продавати акції БФ через брокера, так як вони роблять це з акціями публічних компаній, у тому числі можуть займати короткі позиції або купувати з маржею. Володіння акціями БФ відображає частку володіння портфелем активів, що найчастіше представляють біржовий індекс, сектор/галузь економіки, акції компаній певної країни або товарну групу.

Оскільки БФ є портфелем цінних паперів, то придбання акцій (або паїв в залежності від форми) БФ дозволяє за допомогою однієї операції стати власником диверсифікованого портфеля активів заданого сектора економіки, географічного регіону, компаній з однорідними характеристиками, тощо. Дані по складу БФ публікуються щодня, що забезпечує прозорість вкладень і точнішу їх оцінку. У більшості своїй БФ – це пасивно керовані інвестиційні фонди, в тому сенсі, що вони придбавають портфель активів, що входять в заздалегідь визначений індекс, і потім лише змінюють цей портфель згідно зі змінами індексу. Така прив'язка до певного індексу далі по тексту називається «слідуванням за індексом», «повторенням дохідності індексу», «відтворенням дохідності індексу», «реплікацією».

Хоча БФ створені для того, щоб повторювати дохідність індексу, що лежить в їх основі («базового», «кореспондуючого», «відповідного», англ. *corresponding index*), можливі відхилення від дохідності індексу, пов'язані, наприклад, з витратами на управління або стратегією, вибраною для повторення дохідності, і звані «помилкою слідування» (або «помилкою дотримання», англ. *tracking error*).

В порівнянні з активно керованими фондами пасивне управління дозволяє знизити витрати на управління (що також називаються «комісійними за управління» або «коефіцієнтом витрат», англ. *expense ratio*).

Як з'ясувалося в результаті дослідження М. Светіна і С. Вахал, на основі вибірки із понад 500 американських і міжнародних БФ (на момент дослідження у 2008 році вони склали 90% активів усіх БФ у світі) більше 83% усіх БФ слідували за індексами, в які немає можливості інвестувати за допомогою індексних взаємних фондів. Тільки 17% БФ безпосередньо конкурували з індексними фондами. Це свідчить про те, що біржові фонди не лише повторюють діяльність взаємних фондів під іншою організаційною структурою, але і значно розширюють можливості інвесторів, спеціалізуючись на унікальних секторах, індустріях, ринкових нішах. Також емпірично підтвердилася пасивна спрямованість БФ, оскільки більше 85% від загального числа фондів використали пасивну стратегію інвестування [182].

Історія еволюції фінансових продуктів, коротко розглянута в підрозділі 1.2, демонструє, що інновації в цій сфері націлюються на заповнення вільних ринкових сегментів, розв'язання агентських проблем, мінімізацію транзакційних/ дослідницьких витрат, зниження податків і полегшення умов регулювання. Біржові фонди є яскравим прикладом такої функціональності, пропонуючи своє рішення по усіх перерахованих напрямках.

Звідки ж пішли перші біржові фонди? Коріння БФ лежать в концепції «програмної торгівлі» – IT-інновації 80-х рр., яка дозволила інвесторам купувати або продавати акції популярних індексів (наприклад, S&P 500) за одну операцію. Практично до 1990-х рр. відбувалися численні спроби упакувати ці торги в одному продукті.

БФ ведуть своє походження від Index Participation Shares, що з'явилися у 1989 році, прив'язаних до S&P 500, та торгувалися на Американській і Філадельфійській фондових біржах (AMEX, PHLX). Вони дозволяли інвесторові придбавати частку в індексі, не купуючи окремо цінні папери, що входять до нього. Гібридна структура мала властивості акції, ф'ючерсу й опціону. Цей інвестиційний продукт проіснував недовго у зв'язку із зупинкою торгів через судову тяжбу з товарною біржею (CME) Чикаго, викликаною регуляторними проблемами і відсутністю правил оподаткування.

Подібний фінансовий інструмент – Toronto Index Participation Shares (TIPS), почав торгуватися на Торонтській фондовій біржі (TSE) у 1990 році. Фонд, прив'язаний до індексів TSE 35 і TSE 100, отримав велику популярність. Це змусило Американську фондову біржу (AMEX) спробувати створити аналогічний продукт, але з урахуванням попереднього досвіду, щоб він відповідав регуляторним вимогам в США.

Першим в сучасному розумінні біржовим фондом в США став фонд, що спеціалізується на широкому асортименті американських акцій, і який слідував за індексом S&P 500 – SPDR (Standard & Poors Depository Receipts, скор. SPDR або «Spiders», пізніше він стає найбільшим у світі). Фонд був представлений у 1993 році після того, як спонсор цього фонду (SSgA) отримав від КЦПБ (SEC) юридичну «індульгенцію» на відступ від деяких положень Закону про інвестиційні компанії 1940 року. Без цих послаблень створення структури БФ було б неможливе. До 2008 року послаблення законодавства торкалися тільки пасивних БФ, що слідують за певними індексами.

Barclays Global Investors, дочірня структура Barclays PLC, увійшла на цей ринок у 1996 році, запропонувавши World Equity Benchmark Shares або WEBS (пізніше перейменовані в iShares MSCI). WEBS відображає дохідність MSCI індексів фондових ринків країн (спочатку їх було 17) від провайдера фондових індексів – Morgan Stanley. WEBS стали новою віхою в розвитку, оскільки відкривали доступ приватним інвесторам до ринків інших країн. І якщо SPDR були організовані як пайові інвестиційні трасти (unit investment trust), то WEBS – як взаємний фонд (mutual fund), перший у своєму роді.

В Європі БФ з'явилися тільки у 2000 році. Deutsche Borse запустила перші електронні торги фондами, прив'язаними до індексів Dow Jones STOXX 50, Dow Jones EURO STOXX 50, від дочірньої структури Merrill Lynch. Після цього почалося стабільне зростання БФ в Європі [123, с.121].

Організація біржового фонду – складний процес і суттєво відрізняється від інших ІСІ, а також зумовлює їх властивості, тому є сенс висвітлити його детально. Формулювання основних моментів цього процесу на прикладі США дозволить краще розуміти його суть і основні характеристики.

Спочатку спонсор (організатор) фонду разом з провайдерами індексів встановлюють процедури для визначення цільового індексу (бенчмарка, англ. benchmark). Потім спонсор представляє детальний план БФ у Комісію з цінних паперів і бірж, включаючи можливі операції, і де він котируватиметься. Процедура затвердження може займати до року – КЦПБ затверджує ряд послаблень законодавства для БФ в порівнянні з тим, що прописано в Законі про інвестиційні компанії 1940 (1940 Act) для взаємних фондів, оскільки з точки зору операційної діяльності БФ не відповідають ряду постанов цього закону. Потім спонсори домовляються з авторизованими учасниками (англ. creation agents) – звичайно це великі інституціональні інвестори, і уповноважують їх створювати і погашати акції БФ. Іноді спонсор БФ являється одночасно і авторизованим учасником. Авторизовані учасники є маркет-мейкерами (англ. market maker) і підтримують торгівлю акціями БФ.

Одна з ключових відмінностей БФ від інших типів інвестиційних фондів – «натуральний» (англ. «in-kind») процес створення і погашення акцій БФ. Реалізація акцій (паїв) здійснюється не безпосередньо кінцевому інвесторові, а за допомогою первинного розміщення великими «первинними» пакетами (наприклад, по 50000 штук, англ. creation units) серед авторизованих учасників. Якщо попит серед кінцевих інвесторів на акції БФ зростає, авторизовані учасники передають у БФ визначений інвестиційною стратегією портфель цінних паперів, а натомість отримують акції БФ. Акції БФ з «первинних пакетів» розділяються на дрібні партії і продаються приватним й інституціональним інвесторам на біржах. При викупі акцій БФ процес такий

же, тільки навпаки. Якщо попит на акції БФ падає, то авторизовані учасники повертають фонду його акції, а натомість отримують портфель цінних паперів.

«In-kind» процес несе в собі арбітражні можливості для авторизованих учасників. Якщо ціна на акції БФ зростає і стає більше вартості активів, що входять в портфель БФ, то авторизованим учасникам стає вигідно придбати портфель активів, передати його у БФ, а отримані акції БФ продати на біржі з миттєвим арбітражним прибутком. У разі зниження ціни акцій БФ нижче вартості активів портфеля, прибуток забезпечить викуп акцій БФ на біржі, отримання від фонду портфеля активів в обмін на акції і продаж цих активів на біржі. Таким чином, «in-kind» процес дозволяє уникнути торгівлі акціями БФ зі значними дисконтом або премією по відношенню до вартості чистих активів (англ. NAV), якщо порівнювати із закритими фондами [113].

Кінцевий інвестор має дві можливості реалізації акцій БФ – може погасити свої акції БФ в компанії, що управляє, або продати свої акції БФ на вторинному ринку.

Авторизовані учасники продають паї БФ на відкритому ринку, як й інші акції, що публічно торгуються. Авторизовані учасники можуть утримувати частину акцій для себе. Операції з авторизованими учасниками відносяться до первинного ринку для акцій БФ. БФ акції створюються і/або погашаються авторизованими учасниками, які потім продають їх індивідуальним інвесторам через вторинний ринок. Лістинг БФ здійснюється згідно із законом про цінні папери 1934 року. Проте, на відміну від акцій, вартість паїв БФ залежить не лише від вартості, цінних паперів, що входять в його портфель, але і від ринкового компоненту в їх ціні. Оскільки БФ торгуються на відкритому ринку, то попит і пропозиція – чинники, які також беруть участь у формуванні ціни акцій БФ на вторинному ринку. Але, як правило, вони не сильно спотворюють ціну в порівнянні з вартістю усього портфеля цінних паперів, оскільки процес створення і погашення акцій БФ в реальному часі створює арбітражні можливості для авторизованих учасників якщо є різниця між вартістю портфеля цінних паперів і вартістю акцій БФ. У випадках же, коли

обсяг торгів по БФ невеликий, можливий відчутний дисконт або премія по відношенню до вартості активів, що містяться в портфелі фонду.

Біржові фонди, маючи позитивні властивості взаємних фондів і власні відмітні характеристики, збільшують привабливість для інвесторів, зацікавлених в інститутах спільного інвестування. Нижче сформульовані 6 основних конкурентних переваг БФ в порівнянні зі взаємними фондами:

1. Податкова ефективність. В цілому БФ ефективніші, ніж взаємні фонди. Більше того, вони ефективніші за індексні взаємні фонди.

По-перше, «in-kind» процес створення і погашення акцій має податкові переваги в порівнянні з традиційними відкритими фондами. Якщо погашення здійснюється грошима, то фонду доводиться продати ЦП зі свого портфеля і, у разі їх подорожчання, визнати приріст капіталу і, отже, базу для оподаткування, що відіб'ється на усіх власниках акцій фонду. Продаж цінних паперів з портфеля взаємного фонду призводить до фіксації доходів від приросту капіталу і, відповідно, появи податкового навантаження, яке розподілиться на усіх утримувачів акцій фонду, що залишилися. Погашення «in-kind» 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. Таке відстрочення по податках несе серйозну вигоду. Так S&P 500 Index mutual fund (SVSPX), виплачуючи податок на прибуток, досяг середньорічної дохідності у 6,77% за 10 років, що закінчилися 30 листопада 2011 року. Біржовий фонд SPDR S&P 500 ETF (SPY), який буде оподаткований тільки у кінці цього ж періоду при виході інвестора, отримує середньорічну дохідність в 7,12% після сплати податків [125, с. 7].

По-друге, як й індексні взаємні фонди, БФ продають цінні папери з портфеля тільки у разі змін у складі індексу. Низька оборотність цінних паперів призводить до рідших розподілів податків на власників акцій БФ.

Інвестор, що отримав в обмін на акції БФ портфель цінних паперів в результаті операції погашення, отримує свого роду відстрочення по сплаті

податку, оскільки може не відразу продати активи, що входять в портфель. Якщо ж інвестор вирішить просто продати свої акції БФ на вторинному ринку, у нього теж є перевага у рамках деяких податкових законодавств, що дозволяють розпочати продажі з брокерських рахунків акцій БФ з максимальною базисною вартістю: і таким чином, мінімізує оподатковувану базу на первинному етапі і отримує відстрочення по сплаті податку. [113, 43]

2. Невеликі витрати на управління. У БФ як правило коефіцієнт витрат на управління (англ. Total Expense Ratio) в середньому менше, ніж у взаємних фондів. По-перше, велика частина фондів не є активно керованою. По-друге, БФ не несуть великих витрат, пов'язаних з купівлею і продажем цінних паперів, щоб задовольнити вимоги погашення або бажання придбати акції БФ інвесторами. У БФ зазвичай менше витрат на маркетинг, розповсюдження, бухгалтерські витрати. У більшості БФ немає дистрибуційних витрат (відомих в США як 12b-1). Для більшості БФ управлінські витрати знаходяться в межах 0,75%. Як, наприклад, в дослідженні Г. Ромпотиса, де максимальне значення коефіцієнта витрат у вибірці складає 0,75%, а середнє – 0,33% [169]. Середні витрати практично усіх існуючих у 2008 році БФ по групах розташовувалися в діапазоні до 0,57% [182, с. 21]. За більш актуальними даними середній коефіцієнт витрат складає 0,63% для БФ США (Рис. Г.5, Таблиця Г.2), а середньозважений у світі – 0,31%. При цьому, тільки 136 фондів із загальної кількості мають коефіцієнт витрат більше 1%. [125, с. 163]

Витрати взаємних фондів традиційно вищі. На кінець 2013 року середній арифметичний коефіцієнт витрат склав 1,37% для взаємних фондів [197, с.92] і 0,45% – для БФ, що інвестують в американський ринок акцій [125, с. 3]. Крім того, існує тенденція до зниження витрат на управління. Конкуренція між взаємними і біржовими фондами в останнє десятиліття привела до зниження витрат на управління і в середовищі взаємних фондів. Зважені по активах витрати на управління склали 0,99% у 2000 році і 0,74% у 2013 (Рис. Г.6). Частково це стало можливим завдяки ефекту масштабу – частина фіксованих витрат стала розподілятися на значно збільшені по активах взаємні фонди. Для

інвесторів коефіцієнт витрат відіграє важливу роль. Ними вибираються фонди з коефіцієнтом витрат нижче середнього, що видно з того, що середньозважений по активах коефіцієнт витрат взаємних фондів вище простого середнього, наприклад, 0,74% проти 1,37% у 2013 році (Рис. Г.6).

БФ економніше не лише за активно-керовані взаємні фонди, але й за індексні взаємні фонди. Це можливо тому, що БФ торгуються на біржі, і, таким чином, витрати на ведення записів, поширення проспектів, консультації лягають на брокерів. У разі взаємних фондів інвестори безпосередньо взаємодіють з фондом, і витрати на взаємодію з клієнтом, ведення архівів включаються в коефіцієнт витрат фонду.

3. Зручність управління активами. З торгівлею через брокерів пов'язана і зручність управління активами для індивідуальних інвесторів. Інвестор може організувати придбання і зберігання акцій різних БФ через один брокерський рахунок, через який здійснюватимуться й операції з іншими цінними паперами інвестора – акціями, облігаціями. У випадку зі взаємними фондами у інвесторів немає можливості централізації своїх активів на єдиному рахунку, що призводить до ускладнення адміністрування активів. Альтернативою можуть бути «фінансові супермаркети» (але вони вимагають додаткових витрат) або інвестування коштів в продукти однієї управляючої компанії, що обмежує можливості диверсифікації.

Як альтернатива ф'ючерсним контрактам, БФ можуть отримуватися невеликими партіями, не вимагають спеціальної документації або рахунків; з причини необмеженого терміну у них відсутні витрати на ролловер, немає маржинальних вимог. До того ж, існуюча пропозиція БФ покриває такі сектори ринків, для яких не пропонуються ф'ючерсні контракти.

4. Можливості, що відкриваються, для інвестицій. Говорячи про ф'ючерсні контракти, не можна не згадати, що інвестування в товарні ринки неможливе для більшості приватних інвесторів через вартість великих лотів. БФ дозволяють приватним інвесторам придбавати лоти набагато меншими частинами – у вигляді акцій БФ. Як результат – останніми роками велика кількість індивідуальних інвесторів набула доступу до товарних ринків.

БФ відкривають найрізноманітніші класи активів для участі рядового інвестора. За допомогою одного брокерського рахунку для інвестора доступні ринки золота, нафти, валют, ЦП ринків, що розвиваються, окремих індустрій розвинених країн, альтернативні інвестиції тощо, які раніше були доступні тільки інституціональним інвесторам. Звичайно, інвестор повинен підбирати інвестиції згідно зі своїм прийнятним рівнем ризику. Ряд екзотичних напрямів доречніший для досвідчених інвесторів. Наприклад, існують БФ, які слідують за компаніями з найкращим корпоративним управлінням. Або такі, що отримують прибуток, коли активи, що лежать в його основі, знецінюються – обернені (англ. *inverse*) БФ. Обернені БФ можуть використовуватися для хеджевих стратегій. Також БФ можна видати у борг, здійснити короткий продаж, купити з маржею і використати при різних хеджевих стратегіях – все, що можна робити зі звичайною акцією. Функціональність акцій взаємних фондів значно обмежена в порівнянні з цим набором.

5. Прозорість. Взаємні і хеджеві фонди не можуть похвалитися значною публічністю своїх інвестицій. Це захищає управляючих фондами, від несанкціонованого копіювання їх унікальних портфелів. В США взаємним і хеджевим фондам пропонується публікувати склад портфеля раз на квартал із затримкою до 60 днів для взаємних фондів. З іншого боку, між звітними періодами у інвестора немає відомостей про те, чи дотримується управляючий заявленої інвестиційної стратегії або узяв на себе додаткові ризики, змінив склад портфеля. Велика частина БФ розкривають на своїх сайтах склад портфеля щодня. Це стосується і активно-керованих БФ. Така прозорість може ефективно використовуватися для аналізу і складання персонального портфеля інвестором.

6. Ліквідність і можливість арбітражу для авторизованих учасників. Останні мають можливість купувати і продавати акції БФ на біржі, а також придбавати або гасити акції БФ безпосередньо у спонсора фонду за поточною вартістю активів в портфелі. Це дозволяє авторизованим учасникам, у випадку якщо ціна акцій БФ відрізняється на біржі від поточної вартості активів, що входять в портфель, заробляти на арбітражі, як продемонстровано вище.

Арбітражні можливості створюють ліквідність і зменшують дисконт. Беручи участь в арбітражних транзакціях впродовж дня, завжди, коли ціна акцій БФ значно відрізняється від вартості портфеля активів, авторизовані учасники забезпечують ліквідність, коли порушується рівновага між заявками на купівлю і продаж акцій БФ. Порушення рівноваги привело б до торгівлі акціями БФ з дисконтом або премією. Забезпечуючи таку ліквідність, авторизовані учасники зменшують дисконт або премію і гарантують, що ціна акцій максимально наближена до вартості активів, що входять в портфель, що йде на користь усім інвесторам і вигідно відрізняє їх від закритих фондів, що торгуються на біржі, для яких можливі значні відхилення між вартістю портфеля активів і вартістю фонду.

Операції, які можна здійснювати з акціями звичайних компаній, застосовні до акцій БФ – маржинальна торгівля, короткі продажі, опціони. Цей фінансовий продукт значно демократизував інвестиційний процес, залучаючи до ринкових відносин різні типи інвесторів незалежно від розміру активів, тимчасового горизонту, юридичної підкованості. При цьому, у них є можливість взаємодіяти на торговому майданчику у рамках регуляторного простору для акцій, що торгуються на біржі, і для інвестиційних компаній. Сформований майже столітньою історією цей регуляторний простір забезпечує чесність, прозорість, і своєчасність виконання зобов'язань. Не дивно, що список зацікавлених інвесторів ширший, ніж у традиційних взаємних фондів: від індивідуальних осіб до хеджевих і пенсійних фондів.

На зворотному боці знаходяться слабкі сторони біржових фондів. Власники БФ несуть ті ж ризики, що і власники інших портфелів активів, наприклад, взаємних фондів.

1. Ринковий ризик. Тоді як диверсифікація портфеля проводиться для того, щоб зменшити ризик знецінення одного окремого цінного папера, тобто несистематичний ризик, акції БФ схильні до ринкового ризику і можуть дешевшати через значні економічні або політичні події, які впливають на індекс, за яким слідує БФ.

2. Вузька спеціалізація. Частина БФ є вузьконаправленими, такі як, товарні БФ або БФ, що слідують за індексом економічного сектора або фондового ринку країни, що розвивається. На них сильніше можуть вплинути новини про поганий стан галузі, ніж на БФ з ширшою базою активів.

3. Ризик процентних ставок. БФ, що слідують за індексами облігацій, піддаються ризику процентних ставок – ризику втрат, викликаних зменшенням вартості процентних активів, що входять в портфель БФ, в результаті збільшення ринкових процентних ставок.

4. Ризик зміни курсу валют. БФ, що мають у своїх портфелях міжнародні активи, піддаються ризику несприятливої зміни курсу, різниці в принципах обліку, економічної і політичної нестабільності інших країн.

Окрім цих та інших загальнопоширених ризиків існують ризики, характерні тільки для БФ.

5. Помилка слідування (стеження). Оцінки тільки коефіцієнта витрат недостатньо для розуміння істинних витрат інвестора. Що також має значення – реальна величина відхилення дохідності БФ від бенчмарка, яка включає витрати на управління, здатність менеджера управляти фондом і ринкову волатильність під час купівлі, оскільки остання впливає на бід-аск спред.

Хоча БФ створені для того, щоб відтворювати дохідність того, що лежить в їх основі базового, кореспондуючого індексу, можливі відхилення від дохідності індексу, (пов'язані, наприклад, з витратами на управління або стратегією, вибраною для повторення дохідності), що називаються «помилкою слідування» (англ. tracking error). У розділі 2.4 помилка слідування аналізується детальніше.

Організаційні схеми. В деяких випадках БФ для виконання своїх завдань не просто придбавають активи зі складу індексу, а використовують деривативні контракти, зокрема, коли йдеться про товарні групи на важкодоступних ринках. Тоді цілий ряд ризиків, пов'язаних з контрактами деривативів, має своє відбиття на БФ, серед них ризик контрагента, ризик знецінення застави.

6. Механізм арбітражу. БФ залежать від ефективної роботи арбітражного механізму, при якому ціна акцій БФ відповідає вартості чистих активів (ВЧА). Середнє відхилення між ціною закриття і ВЧА БФ для національних індексів зазвичай менше 2%. Це відхилення може бути значнішим для БФ, що слідує за міжнародними індексами, у зв'язку з різницею в часі між торгівлею активами з портфеля та акціями БФ.

Зараз існує безліч фінансових інструментів, які відносять до біржових фондів, але які не відповідають визначенню традиційних БФ. У публічному просторі, ЗМІ, наукових роботах і навіть в самих управляючих компаніях, часто розмивається межа між категоріями цих інструментів. Критично важливим є розрізнення категорій цих інструментів, оскільки назва «Біржові фонди» у обізнаного інвестора викликає асоціації з цілком конкретними властивостями цих інструментів. А змішання з інвестиційними продуктами, що мають відмінні характеристики, вводить в оману і може підірвати довіру до традиційних БФ. Оскільки галузь БФ значно розрослася і доповнилася продуктами, що відрізняються від первинної задумки біржових фондів, пропонується наступна поширена класифікація (зокрема, використовується Нью-Йоркською фондовою біржею (NYSE)), якої ми вважаємо необхідним дотримуватися, а Рис. Г.1 спрощує її сприйняття.

«Біржові продукти» (сокр. БП, англ. Exchange-Traded Products, ETPs) – цим терміном називають усю різноманітність інструментів, в які еволюціонували біржові фонди. Він включає власне біржові фонди (ETFs), біржові боргові цінні папери (ETNs), біржові інструменти (ETVs).

Основні відмітні характеристики:

- емітенти не продають акції (паї) продукту безпосередньо інвесторам, а реалізують великими партіями – первинними пакетами, авторизованим учасникам;
- ці первинні пакети не отримуються за гроші, а обмінюються авторизованими учасниками на заздалегідь визначений портфель цінних паперів. Це призводить до податкових переваг і до менших відхилень ціни акцій від ціни активів портфеля;

- акції «біржового продукту» торгуються впродовж дня на біржі;
- ринкова ліквідність забезпечується маркет-мейкерами (авторизованими учасниками), які здійснюють безперервний процес створення і погашення акцій біржового продукту.

«Біржові фонди» (англ. Exchange-Traded Funds, ETFs) – первинна й найбільша категорія продуктів, що добре помітно на Рис. Г.3. Схожі на взаємні фонди тим, що пропонують інвесторам частку в портфелі активів, але відрізняються тим, що акції самого фонду торгуються на біржі. Біржові фонди:

- мають усі перелічені вище ознаки біржових продуктів;
- в цілому підкоряються тим же регуляторним вимогам, що і взаємні фонди: по звітності, відношенню з афільованими структурами, диверсифікації портфеля, яких не мають інші категорії ЕТР. Найчастіше БФ мають правову організацію з наявністю незалежних директорів, що представляють інтереси власників перед управляючими (як у взаємних фондів), рідше – у вигляді трастів. У таблиці Г.1 представлена схема, що демонструє під які регуляторні закони США потрапляють різні категорії ЕТР;

- можуть бути як індексними, так і активно-керованими, не мають терміну дії як «Біржові боргові цінні папери».

«Біржові боргові цінні папери» (англ. Exchange-Traded Notes, ETNs) – це незабезпечений, несубординований борг, що погашається в першу чергу, випускається банком, що здійснив андеррайтинг. Як і у інших боргових цінних паперів у ETN є термін погашення, і вони забезпечуються тільки кредитоспроможністю емітента. Дохідність ETNs зазвичай прив'язана до дохідності ринкового бенчмарка або стратегії за вирахуванням витрат по управлінню. Коли інвестор купує ETN, банк, що здійснив андеррайтинг, обіцяє виплатити суму, відображену в індексі мінус витрати, під час терміну погашення. Таким чином, ETNs несуть в собі додатковий ризик в порівнянні з біржовими фондами (ETFs) – ризики погіршення кредитного рейтингу або банкрутства банка-андеррайтера.

Хоча ETN і прив'язані до бенчмарку, вони не є акціями або індексними фондами, але у них є деякі схожі з ними риси. Як акції вони торгуються на

біржі і можуть продаватися в «коротку». Як індексні фонди вони прив'язані до дохідності бенчмарка. Але як боргові цінні папери ETN не володіють нічим, до чого вони прив'язані.

«Біржові інструменти» (сокр. БІ, англ. Exchange-Traded Vehicles, ETVs) – іноді ця категорія ще називається у вузькому сенсі ETC – Exchange-Traded Commodity. При інвестуванні в товарні ринки, як правило, не дотримуються вимоги по диверсифікації портфеля активів, характерні для фондів акцій, облігацій.⁴ Тому фонди, інвестиційна стратегія яких не передбачає значної диверсифікації, реєструються за іншими правилами – в США це форми трастів або партнерства (partnership units). У цю категорію потрапляють товарні і валютні фонди. Синтетичні біржові фонди, мова про які детально піде в розділах 2.3-2.4, на нашу думку дисертації також слід іменувати Exchange-Traded Vehicles – біржовими інструментами, щоб підкреслити відмінність від традиційних біржових фондів.

Незважаючи на теоретичну можливість здійснювати короткі продажі акцій БФ, на початку 2000-х років існували практичні труднощі в її реалізації. Коли йдеться про акції великих, високоліквідних фондів – не було проблем знайти тих, хто бажає видати їх у борг. Але для більш екзотичних фондів, що не потрапляли в першу п'ятірку фондів по обсягах торгів, індивідуальному інвесторові здійснити короткий продаж було дуже проблематично. У інституціональних інвесторів такої проблеми немає, оскільки вони можуть звернутися до спонсора фонду безпосередньо і отримати великий первинний пакет акцій.

В якості рішення для дрібних інвесторів з'явилися обернені БФ (англ. Inverse ETFs), перші з яких були запущені в 2006 році. Обернені БФ є окремим випадком загальнішої групи «Біржових інструментів», які повторюють дохідність індексу з певним, заздалегідь заданим коефіцієнтом-мультиплікатором, відомою як «БФ з мультиплікатором», «БФ з використанням левериджа» (англ. leveraged ETFs). БІ може мати

⁴ Зокрема, в США згідно із законом про інвестиційні компанії 1940 року (Investment Company Act of 1940) вимагається, щоб фонд інвестував не більше 25% своїх активів в цінні папери одного емітента, а з 50% активів не більше 5% активів фонду можуть бути інвестовані в папери одного і того ж емітента.

мультиплікатор (що показує у скільки разів більшу дохідність, ніж бенчмарк, забезпечує цей БІ) рівний 2, 3 і т.д. Деякі БІ мають мультиплікатор, рівний, -1, -2, або -3; це означає, що вони забезпечують зворотну дохідність з відповідним коефіцієнтом по модулю. Вони відносяться до обернених БФ.

Важливо розуміти, який часовий проміжок є базою для розрахунку з використанням мультиплікатора. Зараз для більшої частини БІ базовим тимчасовим проміжком, до якого застосовується мультиплікатор, є денна дохідність. Зазвичай БІ вказує цю характеристику у своєму проспекті. Вони не гарантують дохідність, що відповідає дохідності індексу з мультиплікатором на часових проміжках інших, окрім позначених як цільові в проспекті фонду. Таким чином, розрахувати дохідність БФ з мультиплікатором на основі денної дохідності і складного відсотка за період в один рік, місяць або навіть 2 дні – це не те ж саме, що просто помножити дохідність індексу, що лежить в основі БІ, за даний період на мультиплікатор.

Для втілення своїх інвестиційних стратегій такі БІ використовують деривативні контракти – ф'ючерси, опціони, свопи. Відповідно, вони несуть в собі додаткові ризики, пов'язані з використанням деривативів, – ризики контрагента, кредитні ризики тощо. І хоча відносно них традиційно застосовується термін «біржові фонди» (англ. inverse, leveraged ETFs), це дозволяє класифікувати їх саме в категорію «біржових інструментів» – ETVs.

БФ з мультиплікатором, що застосовується до денної дохідності, можуть бути неприйнятні для інвесторів з низьким рівнем прийняття ризику, для інвесторів з довгостроковими стратегіями купити-і-тримати. Навпаки, такі БІ більше личать трейдерам, яким необхідно збільшити або захеджувати свої позиції на короткий проміжок часу. З іншого боку, вони можуть дозволити інвесторам, які за регуляторними обмеженнями не можуть брати участь у коротких продажах, заробляти на падіннях ринку, придбаваючи акції БІ.

Із понад 1,7 трлн. дол. БП в 2014 році БФ з мультиплікатором складають тільки 1,2% (Табл. Г.2) або кількісно – 270 різних фондів з тисяч традиційних

БФ. Проте, вони грають значнішу роль, ніж можна припустити згідно їх частки на ринку, оскільки активно використовуються хеджевими фондами.⁵

Дохідність з мультиплікатором може бути досягнута за допомогою торгівлі з маржею. Але є як мінімум дві причини, по яких БФ з мультиплікатором можуть бути привабливішими для інвесторів:

– у багатьох дрібних інвесторів коефіцієнт маржинальної торгівлі складає 1:1. Для них БФ з мультиплікатором єдина можливість збільшити участь вкладеного капіталу в ринкових процесах;

– обернені БФ, знижують рівень ризику для інвестора. Довга позиція по оберненому БФ порівнянна по дохідності з короткою позицією по його портфелю активів. Але при короткій позиції по акціях існує ризик необмежених втрат у разі, якщо акції увесь час ростуть, а ліміту у верхньої межі вартості акцій немає. У разі довгої позиції по обернених БФ для інвестора максимальні втрати обмежені первинною вартістю акцій БФ.

Окрім очевидної можливості, що надається біржовими фондами, – стати власником диверсифікованого портфеля активів з мінімальними витратами, їх розвиток вчинив справжню демократизацію інвестиційного процесу. Окрім відкриття доступу на нові ринки – такі як, пограничні або ринки, що розвиваються, в локальних валютах, індивідуальним особам з мінімальним капіталом стали доступні складні інвестиційні стратегії, які раніше могли реалізовуватися тільки інституціональними інвесторами. Далі обговорюється використання біржових фондів інвесторами в тактичних та стратегічних інвестиційних цілях, роль на фінансових ринках.

За 25 років еволюції БФ розвили безліч необхідних напрямів, що забезпечують практично усі основні стратегії портфельного менеджменту – стратегію побудови закінченого портфеля, стратегію «від зворотного», стратегію з ядром інвестицій і супутником, ризик-менеджмент, управління ліквідністю, стратегію розподілених активів (англ. asset allocation). І якщо на початку 2000-х років хеджеві фонди у пошуках дешевого способу займати

⁵ За іншими даними [161] активи обернених БФ і БФ з використанням леввериджа на квітень 2011 року склали 40 мільярдів доларів або усього 3% порівнянно з активами БФ, але обсяг торгів по цих типах складав 20% усього обороту БФ, що свідчить про їх активне використання.

короткі позиції на ведмежому ринку регулярно були відповідальні за 70-80% торгового обігу БФ [125, с. 17], то на сьогодні БФ, в більшій мірі, використовуються управляючими активами інституціональних інвесторів, взаємними фондами, фінансовими консультантами, як втім, і менеджерами хеджевих фондів. Близько 55% БФ в США містяться на балансах інституціональних інвесторів, інші 45% належать індивідуальним інвесторам. В Європі ж з її континентальними традиціями фінансової системи залученість інституціональних інвесторів оцінюється в 85%. [125, с. 162, с.174]

У 2007 році видання Investment News відмітило, що хеджеві фонди зіткнулися з потенційною конкуренцією. Вже тоді компанії почали будувати «реплікаційні індекси» з використанням БФ і ф'ючерсів, щоб повторювати дохідність індексів хеджевих фондів. Більше того, з'являються БФ, які просто використовують стандартні хеджеві стратегії. Тільки витрати на управління складають у фіксованій частині менше 1%, а в частині частки від прибутку – 10%, що значно менше звичайних для хеджевих фондів 2% + 20%. [111, с. 111]

Представлені в Таблиці Г.5 БП використовують стратегії більш властиві для хеджевих фондів орієнтовані на абсолютну дохідність: від довгої/короткої стратегій до реплікації хеджевих індексів за допомогою матмоделей по управлінню ф'ючерсами; але є доступнішими для індивідуальних інвесторів у зв'язку з відсутністю значних вимог щодо наявності капіталу.

Це ставить нові питання. Чи приведе це до скорочення вартості управління хеджевих фондів або, з урахуванням нових регуляторних правил хеджевих фондів, до дискредитації хеджевих фондів як класу? У світі, де значна частина торгів припадає на БФ, що являють собою сектори економіки або цілі ринки – чи зростає цінність макроекономічних досліджень в порівнянні з оцінкою фундаментальних характеристик компаній? Чи допоможе функціональна можливість здійснювати короткі продажі акцій біржових фондів санації можливої індексної бульбашки?

У 2013 році 3590 інституціональних інвесторів з 52 країн і 6840 взаємних фондів з 46 країн доповіли про використання БП при реалізації своєї інвестиційної стратегії. Більша частина – 2/3 від загального числа цих

інституціональних інвесторів, знаходиться в США. Багато інституціональних інвесторів у світі інвестують у БП, що котируються в США. [125, с.161-162] БП стали інструментом для розширення транснаціональної діяльності ряду інвестиційних компаній – багато спонсорів БП побудували транснаціональний бізнес, реєструючи для продажу і крос-лістингу БП, для продажу в США і в інших країнах, а також створюючи БП для локальних ринків.

Страхові компанії, пенсійні і хеджеві фонди є серйозними джерелами зростання для БФ. І якщо в частині ринку пенсійних накопичень у експертів немає однозначної думки – чи зможуть БФ стати повноцінними конкурентами для заточених під пенсійні програми взаємних фондів, то ресурси страхових компаній перспективніші для БФ. Страхові компанії вже активно використовують БФ при складних стратегіях тактичного розміщення аннуїтетних коштів, також БФ потенційно добре підходять і в якості базових балансових активів. Частина спонсорів БП аналізують потреби суверенних фондів, щоб стати відповідним інструментом для залучення їх ресурсів.

Принцип комісійних на основі розміру активів під управлінням створює стимул використовувати дешевші в обслуговуванні фінансові інструменти, такі як БФ. Сприяння переходу на такий підхід для фінансових радників замість комісійних від продажу фінансових інструментів – є тенденцією в діях регуляторних органів, і приведе до більшого залучення індивідуальних інвесторів на цей ринок на додаток до інституціональних. До таких починань можна віднести Британську ініціативу Retail Distribution Review (RDR) і європейську директиву Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II.

Розглянемо окремо використання БФ при реалізації стратегічних, стратегічно-тактичних, та тактичних цілей.

1. Стратегічне використання. Головна мета використання БФ при стратегічному інвестуванні – формування добре диверсифікованого портфеля, прив'язаного до індексу. Застосування вказаної стратегії з використанням класичних інструментів фондового ринку (акцій, облігацій) або інструментів колективних інвестицій пов'язане або зі значними витратами, або зі складнощами при побудові цієї стратегії. Використання ж БФ, витрати на які

значно нижчі, ніж для акцій, і ліквідність яких значно вища, ніж у інших інструментів спільного інвестування, дозволяє досягти необхідної диверсифікації портфеля за одну угоду. Тому не дивно, що БФ стають базовим інструментом в інвестиційних портфелях. Наприклад, у базі Morningstar управляючих активами, що мають більше 50% вкладень у БФ, міститься 151 американський менеджер, що пропонує 660 стратегій із загальною сумою під управлінням більше 100 млрд. дол. Згідно Morningstar 52% стратегій представляють глобальні інвестиції, інші 48% – тільки в американські або зарубіжні ринки. А збільшення активів, включаючи приплив нових коштів, склало 40% за рік, що закінчився у березні 2014 року. На додаток до цього, багато страхових компаній також пропонують плаваючі ануїтети, в яких для активного розміщення коштів використовуються БФ [125, с. 88].

2. Тактичні і стратегічні цілі. Практика суміщення індексного підходу й активного управління портфелем є більш поширеною серед інституціональних інвесторів, ніж практика тільки індексного інвестування. БФ можуть використовуватися в обох випадках і для довгострокового складання ядра інвестиційного портфеля, і для реалізації короткострокових відхилень у складі портфеля. Наприклад, в очікуванні зростання економіки США інвестори можуть побажати збільшити участь в капіталі компаній або в корпоративному високопроцентному борзі в порівнянні з базовим портфелем. Згідно з очікуваннями інвестора може виникнути необхідність зміни бети капіталу або дюрації портфеля облігацій – довгі або короткі позиції БФ можуть допомогти реалізувати потрібні стратегії. Короткі, довгі позиції, обернені БФ дозволяють інвесторові регулювати свою участь в інвестиційних секторах – валютних, індустриальних, енергетичних, технологічних.

3. Тактичне використання. Щоб зрозуміти, які фонди використовуються для тактичного розміщення активів, можна оцінити відношення обсягу торгів акціями фонду до розміру активів. Такі фонди, як SPY, the iShares MSCI Emerging Markets (EEM), SPDR Dow Jones Industrial Average Trust (DIA), iShares Russell 2000 (IWM), QQQ (the PowerShares QQQ Trust), активно використовуються для короткострокового розміщення коштів.

Багато обернених БФ і БФ з використанням левериджа, наприклад, ProShares Ultra (SSO), ProShares UltraShort S&P 500 (SDS), and ProShares UltraShort 20+ Year Treasury (TBT), також мають відносно високий показник.

Одне з джерел коштів для тактичного розміщення – невеликі суми дивідендів, процентних платежів і інших тимчасово вільних грошових коштів від активів інституціональних інвесторів, що вимагають швидкого і недорогого розміщення у високоліквідному інструменті. Цей спосіб цікавий і для комерційних підприємств, що мають тимчасові надлишки грошових коштів.

Широка пропозиція опціонів на БФ робить можливою реалізацію всіляких опціонних стратегій на індекси – від класичної купівлі пут-опціона з метою страхування від падіння ціни базового активу до більш екзотичних (collar, straddle, box spread тощо).

Окрім збільшення ліквідності ринків вже з кінця 90-х років однією з побічних функцій БФ стало визначення ціни на малоліквідні активи або визначення ціни на закритих ринках. Тепер БФ на індекси японських цінних паперів, що торгуються в іншій частині світу, надають практично цілодобове ринкове визначення ціни японських активів. З іншого боку, повинен існувати і зворотний зв'язок – рух цін на БФ, які прив'язані до японських індексів і торгуються у США в момент закритої сесії на японському фондовому ринку, зумовлюють рух цін на базові активи після відкриття японського фондового ринку. На такий рух цін впливатиме інформація як безпосередньо про стан японської економіки, так і «внутрішні» процеси на фондовому ринку в США. Таким чином, БФ сприяють ще більшій інтеграції національних фінансових систем. Як наслідок, окрім переваги вирівнювання вартості фінансових ресурсів в різних регіонах, БФ є ще одним механізмом за допомогою якого системні ризики у фінансових продуктах одного регіону можуть впливати на інші регіони. Детальніше про системні ризики йтиметься у розділі 2.3. Варто відмітити, що досліджень кількісних оцінок впливу БФ на національні фондові ринки країн, наскільки нам відомо, в спеціалізованій літературі не зустрічається.

Іншим прикладом функції визначення ціни на закритому ринку може послужити азіатська фінансова криза 1997-1998 рр. У Малайзії на вихід іноземних інвесторів з ринку були накладені обмеження, тому багато зарубіжних інвесторів «застрягли» в малайзійських акціях. Malaysia WEBS ETF (чи iShares MSCI Malaysia), що котируються в США, були єдиними, вільно котированими інструментами, що визначає вартість активів на цьому ринку. Для цих цілей він активно використовувався американським інвестиційним співтовариством: для активів, що управляються кастодіанами, навіть деякими провайдерами індексів. [125, с. xi]

Під час політичної кризи 2011 року в Єгипті, коли був закритий національний фондовий ринок, Egypt Index ETF (EGPT) продовжував торгуватися в США, будучи кращим наближенням вартості базових активів, хоча фонд і зупинив процес створення нових первинних пакетів акцій. Враховуючи збільшені премії за акції БФ при замороженому ринку базових активів, можна стверджувати, що інвестори позитивно оцінили перспективи Єгипетської економіки і не кинулися масово продавати акції БФ. [125, с.79]

Випадки, коли для неліквідних або спотворено оцінених ринків БФ є найбільш надійним джерелом ринкової оцінки, не обмежуються згаданими. Ринок боргових муніципальних зобов'язань в США і фондові ринки Греції і Росії під час економічної і політичної криз 2014-2015 рр. є прикладами, коли БФ, продовжуючи торгуватися на світових біржах, надають кількісне розуміння очікувань інвесторів про перспективи цих ринків. [125, с.7, xii] Часто БФ використовуються практикуючими фахівцями, як найбільш точні оцінки індексних портфелів акцій і облігацій в різних секторах економіки – як за динамікою, так і в абсолютному вираженні.

Розвиток біржових фондів в різних регіонах світу є нерівномірним, і тому в роботі проведено короткий огляд цієї специфіки.

Північна Америка. США займає лідируючу позицію на ринку БП (і БФ) – на них припадає 63% з 2,6⁶ трлн. дол. світових активів БП під управлінням (Табл. Г.3) або близько 11% активів взаємних фондів у США. Часто говорячи

⁶ Вересень 2014

про розвиток БП, в першу чергу мають на увазі США як базовий ринок, оскільки те, що відбувається в інших регіонах, за рідкісним винятком, є відображенням процесів, що зароджуються саме в США. Розподіл активів БП по регіонах і країнах демонструється в Таблиці Г.3, розподіл торгів по регіонах і біржах в Таблиці Г.4.

Оскільки американський ринок є домінуючим, то статистичні характеристики світового ринку в цілому багато в чому повторюють характеристики індустрії БП в США. Зокрема, американські БП в переважній більшості інвестують в акції як американських, так і іноземних компаній – 78% від загального числа активів, 15% – в інструменти з фіксованою дохідністю. Екзотичні продукти – зворотні і з використанням левериджа складають усього 2% активів. (Таблиця Г.2)

На кінець 2013 року інституціональні інвестори володіють БП, що складають 55% активів БП з лістингом у США. Великі компанії з активами більше 10 млрд. дол., що становлять усього 11% із загального числа інвесторів, відповідальні за 66,2% з вказаної частки активів. Маленькі компанії з активами менше 500 млн. дол., що становлять 52,7% із загального числа інституціональних інвесторів, володіють усього лише 7,9% активів БП. Інституціональні інвестори і взаємні фонди з 49 країн підтвердили наявність як мінімум одного БП, що має лістинг в США, а у більшості випадків – більше за один. У США інвестиційні консультанти активно використовують БП у своїх рекомендаціях, на них припадає 38% активів. [125, с.162]

Попри те, що Канада – фактично батьківщина БФ, частка Канадських БП – усього 2,5% від загальносвітових активів БП. У Канаді більшість фінансових консультантів ліцензована у асоціації Mutual Funds Dealers Association (MFDA) і отримують комісійні при продажі взаємних фондів, але не мають можливості продавати або купувати акції, до яких відносяться й акції біржових фондів. Представники індустрії БФ ведуть переговори з регуляторними органами, щоб така можливість з'явилася в усіх фінансових консультантів, що повинно сприяти поширенню цих інструментів. Поки ж індустрія БФ складає 6,3% від індустрії взаємних фондів, а активи БФ

спрямовуються в основному на ринок акцій (67%) і ринок облігацій (25%). Трохи менше 2% припадає на товарні групи. У Канаді отримали більше поширення непрозорі активні БФ – 4,4% від загальних активів. [125, с.163] Приблизно для таких інструментів інвестиційні компанії в США намагаються отримати дозвіл від КЦПБ США останні 6 років, але поки марно.

Європа. Різниця між індустрією БП в Європі і США значна. В основному, вона базується на тому, що США – один гомогенний ринок з досить довгою історією розвитку ІСІ і їх вагомою роллю на фінансовому ринку. Європа фрагментована на різні правові й податкові режими, які можуть варіюватися навіть у рамках ЄС, національні валюти, з різною специфікою розвитку національних ринків капіталу в країнах, що є сусідами, різною мірою залученості банківського сектора й індивідуальних осіб в діяльність фондового ринку. Наприклад, 40-45% активів БФ у США притягнені завдяки інвестиційним консультантам й індивідуальним особам, тоді як в Європі цей показник усього 10-15%, і тільки у Великобританії зростає частка використання БФ фінансовими консультантами [125, с.174]. У США рідко, коли більше двох БФ прив'язані до одного й того ж індексу. А в Європі велика кількість БФ, прив'язаних до одного індексу, – поширене явище. Наприклад, 22 БП прив'язані до S&P 500, 35 – до Euro STOXX 50, 21 – до DAX, 14 – до MSCI World, 16 – до MSCI Emerging Markets Index. Близько 68% відсотків активів БП в Європі розміщені в акціях, 20,3% – в ЦП з фіксованим доходом, 8,8% – в товарних ринках. Із-за роздільного обігу на різних біржах (25 бірж, на яких котируються БФ) і через те, що згідно з Директивою Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) звіт про торгівлю БП не є обов'язковим, відсутні точні кількісні оцінки обсягів торгів, а наявна статистика показує низьку ліквідність на вторинному ринку БП. За експертними оцінками в статистиці враховується тільки близько 30% від загального обсягу торгів, але з 2017 року після вступу в дію MiFID II звітність стане всеосяжною. Частка БП в Європі в порівнянні з індустрією взаємних фондів складає всього 4,2%, що свідчить про певний консерватизм фінансової системи Європи, в яку ці фінансові інструменти прийшли ззовні і після тривалої затримки. Список країн, в яких

БП користуються популярністю, в цілому співпадає зі списком країн, що мають розвинений фондовий ринок і довгі традиції використання ІСІ, за винятком Нідерландів. Великобританія, де знаходиться найбільша біржа з торгівлі БП, Німеччина, Франція, Швейцарія разом притягають 97% коштів для БП в Європі згідно з даними [125, с. 175].

Починаючи з появи норм UCITS⁷ у 1988 році Люксембург, а потім й Ірландія стали центрами реєстрації ІСІ й пенсійних фондів для Європи, Азії, Латинської Америки. Під їх юрисдикцією в цілому реєструється 88% ІСІ серед усіх фондів в ЄС, створених для дистрибуції на інших територіях. До такого стану речей привели як переваги в податковому законодавстві, спеціально створеному для мінімізації податків з інвесторів, так і бездоганна репутація, розгалужена фінансова інфраструктура, високі навички адміністрування і технічних експертиз у сфері функціонування ІСІ. Частка кожного з них за різними оцінками займає 30-40% реєстрації усіх БП в Європі. Ірландія також є найбільшим центром реєстрації хеджевих фондів.

Питання оподаткування ІСІ (зокрема, і БП) під юрисдикцією Люксембурга і Ірландії мають свою дрібну специфіку і тонкощі залежно від країни походження спонсора фонду, країни торгівлі акціями фонду, країни розміщення активів, типу інвестора, наявності міжнародних домовленостей, можливостей отримати податковий кредит. До того ж регуляторний простір динамічний, тому ця тема здатна сама по собі виступити предметом повноцінного дослідження. Рівень потенційної економії порівнянний з витратами на управління і помилкою слідування разом узятими. На жаль, не існує універсальних рецептів, і, всупереч поширеній думці, згадані юрисдикції не завжди є однозначно конкурентними, тому інвесторам рекомендується звертатися до практикуючих фахівців з оподаткування і опрацьовувати найбільш вигідні варіанти, враховуючи конкретну ситуацію інвестора.

⁷ У Європі з метою гармонізації національних ринків ІСІ були створені «Положення про спільні інвестиції в цінні папери, що є в обігу» (UCITS). Вони припускають можливість для ІСІ, що отримав авторизацію від одного з учасника договору, вільного обертатися й на інших ринках. На практиці багато країн – учасники угоди, вводять додаткові обмеження для фондів, створених за нормами UCITS.

Норми UCITS III, введені у 2005 році, встановили менш жорсткі вимоги по складу портфеля й уможливили активніше використання деривативів. Багато провайдерів БП вирішили скористатися цим для створення БП, ґрунтованих на свопах, а не на фізичному володінні активами. Ці норми також привели до розмивання первинної екосистеми БФ. У США компанії з управління активами є організаторами БФ. Вони працюють з банками і брокерами для поширення акцій БФ. У Європі банки і брокери часто організовують БФ і самі торгують і поширюють їх. Тобто, вони одночасно виступають в ролі конкурентів іншим провайдерам БФ і як маркет-мейкери для тих же провайдерів. [125, с. 175-176] У США не існує цієї дилеми, оскільки регуляторні акти забороняють компаніям з управління активами і банкам/брокерам здійснювати торгові операції з афільованими структурами.

Південно-Східна Азія. Перший БФ в Південно-Східній Азії був зареєстрований раніше, ніж в Європі – Tracker Fund of Hong Kong у 1999 році. На відміну від Європи тут поки немає єдиних «паспортних» режимів, на кшталт UCITS. У зв'язку з цим фонди обертаються тільки у рамках країни створення, що робить цей регіон ще більше фрагментарним, ринки – малоліквідними, а економію від масштабу – мінімальною. У 2014 році велися переговори про створення відразу трьох різних паспортних режимів для ІСІ. Це – «Asia Region Fund Passport», що запускається в 2016 році, включає Австралію, Південну Корею, Нову Зеландію і Сінгапур, угоду між Малайзією, Сінгапуром і Таїландом і угоду про «Mutual Recognition» («взаємне визнання») між Китаєм і Гонконгом. В цілому до 2009 року зростання індустрії БФ в Південно-Східній Азії йшло повільніше, ніж в інших регіонах світу, але очікувана інтеграція правових режимів повинна прискорити розвиток ринку цих продуктів.

Відсутність ефективних каналів дистрибуції стримує поширення БФ на азійських ринках, де нерозвинена індустрія фінансових консультантів на платній основі. Наприклад, японські банки, отримують комісійні за поширення взаємних фондів і не мають мотивації пропонувати клієнтам БФ.

Оскільки в Азії банки є ключовим елементом в системі дистрибуції, їх консерватизм не сприяє високим темпам розповсюдження БФ. [125]

Гонконг є одним з найпривабливіших місць для організації й лістингу БФ в регіоні, оскільки очікується, що представлені тут БФ будуть допущені до роботи на основному китайському ринку при укладенні договору про «взаємне визнання» інвестиційних фондів між Китаєм і Гонконгом. На вересень 2014 року Гонконзька фондова біржа була найбільшою в Азії (не включаючи Японію) з 31,4% від загального обороту в Азії, хоча ще в 2013 році вона займала друге місце (таблиця Г.4). За нею слідують Південно-Корейська і Шанхайські фондові біржі з 29% і 24,9% частками від обороту відповідно [125, с. 171]. Зростання регулятивних вимог стосовно того, хто і як може придбавати БФ, значно понизили обсяги торгів цими інструментами на Сінгапурській фондовій біржі.

Сегмент акцій першого рівня лістингу (A-Share) китайського фондового ринку до недавнього часу був одним з найшвидше зростаючих з одного боку і одним з найбільш важкодоступних для іноземних інвесторів – з іншого. У грудні 2011 року китайський уряд запустив програму «RMB Qualified Foreign Institutional Investors» (RQFII), яка дозволяє кваліфікованим власникам квоти RQFII залучати кошти в Гонконзі і направляти на придбання цінних паперів на «материковому» фондовому ринку Китаю. У квітні 2012 китайський уряд також схвалив використання RQFII квоти для випуску RMB-БФ, що повторюють дохідність акцій першого рівня лістингу. Ці БФ на Гонконзькій фондовій біржі стали одним з популярних механізмів доступу іноземних інвесторів на китайський фондовий ринок.

У останні 2 роки RQFII програма дозволила БФ, що інвестують в акції першого рівня лістингу, котируватися як в Гонконзі, так в США і Європі, і використати стратегію повного повторення складу портфеля індексу. Китайські управляючі у 2013 р. заявили, що квоти можуть бути збільшені в 10 разів по відношенню до поточного рівня. У липні 2013 р. RQFII програма поширилася на Лондон, Сінгапур і Тайвань. Очікується, що і далі Китай

збільшуватиме квоти для участі в національному ринку акцій, що приведе до подальшого прискореного зростання активів БФ в цьому регіоні.

В Японії більшість накопичень домогосподарств знаходяться на депозитах у банках. Очікується, що програма Nippon Individual Savings Account (податкові переваги для накопичень громадян, інвестованих в ЦП) притягне інвестиції в акції, облигації та інші ЦП, включаючи БФ. БФ-ЯДР (англ. ETF-JDR, JDR – японські депозитарні розписки) створювався як інструмент, яким фактично пропонується зарубіжна структура БФ, але який припускає таке ж обертання, як і японські акції. Інвесторам у БФ-ЯДР немає необхідності відкривати рахунки для іноземних цінних паперів, і є можливість використати маржинальну торгівлю. Три найбільш великих провайдера БФ – Nomura Asset Management (AM) і Daiwa AM, Nikko AM, займають 88,3% ринку БФ. Сам же ринок БФ складає 9,9% від ринку японських взаємних фондів. Для японських БФ характерна прихильність до національних індексів – Nikkei Indexes і Tokyo Stock Exchange Indexes 98,7%; і тільки 0,5% активів прив'язано до дохідності групи індексів S&P Dow Jones. [125, с. 173]

Середня Азія й Африка. БП в цьому регіоні поширені в основному в Ізраїлі і ПАР і складають 3,8% від індустрії взаємних фондів в цьому регіоні. При цьому, в Ізраїлі усі БП представлені тільки біржовими борговими цінними паперами (ETNs), дозволеними місцевим законодавством. [125, с. 179]

До 2014 року зарубіжні біржові і взаємні фонди не могли зареєструватися для торгівлі на біржах ПАР, оскільки національні правила реєстрації ICI пропонували структуру нетипову для інвестиційних фондів в інших країнах⁸. На початку 2014 року зарубіжні БП не мають крос-лістинга на Йоханнесбурзькій фондовій біржі.

Південноафриканська Рада з Фінансових Сервісів (англ. Financial Services Board) – встановлює нові вимоги для іноземних ICI, у яких перевага віддається фондам, створеним за нормами UCITS, що не використовують

⁸ Зокрема опікун (trustee) здійснює фідучіарний контроль, діє як зберегач і незалежний від управляючого фондом

деривативи для збільшення левериджа або, що мають покриття цих деривативів, не мають інвестицій в синтетичні інструменти. [125, с. 181]

Інвестори ПАР мають обмеження на те, куди і скільки коштів вони можуть вкласти у зв'язку з валютним контролем і лімітами на іноземні інвестиції. Індивідуальні особи обмежені сумою ~ 333 тис. дол. США на зарубіжні інвестиції. Пенсійні фонди і інституціональні інвестори мають обмеження на інвестиції за кордон у розмірі 20%⁹. Деякі БФ ПАР мають крос-лістинг в Намібії (4 БФ), у Ботсвані (3 БФ), Маврикії (2 БФ), Гані (1 БФ). В цілому по Африці очікується, що перші БФ скоро з'являться в Єгипті, а Нігерія працює над законодавством для БФ. [125, с. 181]

Латинська Америка. Індустрія БП в Латинській Америці серед усіх регіонів розвинена найслабше в порівнянні зі взаємними фондами і складає тільки 0,9% від розміру їх активів на кінець 2013 року. Це свідчить про те, що для цього регіону БП – швидше екзотична дивина, ніж реальний конкурент. Велика частина БП, що котируються в Мексиці, Колумбії, Бразилії, являються крос-лістингом БП з основним лістингом у США або на інших ринках. Цікавий і показовий той факт, що пенсійним фондам в деяких країнах не лише дозволяється використовувати БП, але й рекомендується – з метою доступу на відмінні від країни походження пенсійного фонду ринки. Крос-лістинг спрощує цей процес використання БП, оскільки вони торгуються на місцевих біржах в місцевій валюті, як інші цінні папери. [125, с. 168-169]

2.3. Особливості організації біржових фондів і пов'язані з ними ризики для стабільності фінансових систем

Залежно від способу повторення дохідності індексу – фізичне володіння переважною частиною активів з індексу або використання деривативних контрактів, БФ можна розділити на «синтетичні» (англ. synthetic ETFs) і «фізичні» (чи традиційні) (англ. physical ETFs). На Рис. Д.1-Д.2 видно, що у

⁹ 25% для випадку африканських країн

світовому масштабі частка синтетичних БФ незначна, а найбільше поширення вони отримали в Європі, де займають приблизно третину ринку БП.

Важливими гравцями на ринку БФ в США, на відміну від Європи, є хеджеві фонди. Це можна пояснити тим, що хеджеві стратегії використовують короткі продажі, а ринок БФ в Європі менш розвинений в порівнянні з американським в частині позичання акцій БФ, що здорожує і робить ризикованішими короткі позиції. Значна частина БФ, що інвестують на ринках, що розвиваються, зареєстровані в Люксембурзі або Дубліні. [94]

У 2011 році відразу три впливові міжнародні організації – Міжнародний валютний фонд (IMF), Банк міжнародних розрахунків (BIS) і Рада з фінансової стабільності (FSB), у своїх дослідженнях зверталися до теми БФ і вказали на механізми поширення ризиків, які несуть в собі «синтетичні» БФ. [161, 108, 114] З іншого боку Інститут інвестиційних компаній (англ. ICI) і найбільші спонсори БФ виступили на захист своїх продуктів (наприклад, [141]).

Далі проведено аналіз синтетичної схеми організації БФ і мотивів її використання. Звернення до спеціалізованих статей на цю тему і законодавчої бази США (як найбільш розвинутого ринку БФ), а також європейського ринку, дозволило проаналізувати вплив регуляторних механізмів на здатність поширення ризиків фінансової стабільності. Обговорюється механізм втілення ризиків, які можуть супроводити розвиток синтетичних фондів. У розділі 2.4 емпірично перевіряється актуальність однієї з головних причин, за допомогою якої аргументується використання саме синтетичної організаційної схеми.

У Європі БФ регулюються нормами UCITS. Однією з відмінних рис європейського ринку, не характерною для американського, є активне використання синтетичної схеми організації (реплікації) БФ. Цей метод уперше був запропонований у Франції у 2001 році. Синтетична схема, пов'язані з нею ризики і передбачувані мотиви використання детально досліджені в роботі під авторством С. Рамасвами [161].

Синтетичні БФ замість володіння фізичними активами повторюють дохідність індексу за допомогою деривативів. Одна з причин використання синтетичної структури – зменшення витрат. Якщо індекс є вузьким або

секторним і активно торгується, то повторювати дохідність індексу, володіючи базисними активами, може бути ефективним з точки зору витрат, але цей спосіб може бути витратним, якщо індекс є широким, такий як індекс ринку акцій і облігацій, що розвивається, або якийсь інший, менш ліквідний індекс. Якщо при повторенні дохідності широкого індексу включати в портфель БФ тільки підгрупу базисних активів, які вносять найбільший вклад в дохідність індексу, то в період ринкової волатильності можливе значне відхилення дохідності БФ від дохідності індексу, відоме як помилка слідування. Більше того, на менш ліквідних ринках більший бід-аск спред збільшує витрати, зокрема, коли у фонду велика оборотність.

Іншою причиною, наведеною в дослідженні Банку міжнародних розрахунків [161], за якою отримала розвиток синтетична структура, є можливість отримати вигідне фінансування під заставу, що забезпечує своп, для свопового банка-контрагента, що забезпечує дохідність БФ. Роз'яснення цього ефекту слідує далі.

Один із способів створення синтетичної структури БФ – використання свопу на сукупний дохід (англ. total return swap). У синтетичній структурі авторизовані учасники отримують первинні пакети БФ в обмін на готівку, а не на портфель ЦП як в класичній, «фізичній» схемі БФ. Спонсор БФ вступає у свопову операцію з відповідним фінансовим інститутом, часто – зі своїм материнським банком, щоб отримувати від нього дохідність, рівну дохідності заданого індексу. Це перша частина свопу. Готівка передається контрагентові по свопу, в якості забезпечення контрагент передає спонсоріві БФ портфель заставних активів. Ці активи можуть сильно відрізнитися по складу від складу індексу, за яким слідує БФ. Доход від заставного портфеля передається контрагентові по свопу – це друга частина свопу (див. Рис. Д.3). Таку схему ще називають незабезпеченим свопом (англ. unfunded swap structure).

Деякі структури можуть використати декілька свопових контрагентів. Склад активів в заставному портфелі може щодня змінюватися. Спонсор БФ є власником бенефіціара портфеля застав, тому він може продати заставу і розрахуватися з інвесторами у разі, якщо контрагент по свопу збанкрутує.

Інший спосіб, використовуваний спонсорами БФ, називається забезпеченим свопом (англ. funded swap structure). Відмінність в тому, що операція забезпечується заставою, яка контрагентом передається третій стороні – відповідальному хранителеві (кастодіану), і до якої у спонсора БФ є право вимоги. Але на відміну від незабезпеченого свопу, спонсор БФ не є власником бенефіціара заставного активу. Це може привести до затримки у реалізації затави у разі банкрутства свопового контрагента. Така структура для синтетичних БФ використовується рідше, ніж незабезпечений своп.

Окремо серед синтетичних БФ варто виділити ті, які забезпечують вихід на товарні ринки. Тут недолік диверсифікації індексу не дозволяє створити БФ за принципом відкритого фонду, тому використовуються інші типи довірчого управління, а БФ іменуються ЕТС (exchange-traded commodities). Спонсорами використовується як фізичне повторення дохідності індексу – шляхом володіння відповідним активом (золото, мідь), так і синтетичне відображення дохідності за допомогою форвардів і ф'ючерсів, що є поширенішим.

Екзотичні продукти під ім'ям БФ, зокрема, обернені БФ і БФ з використанням левериджа зазвичай також використовують структури, ґрунтовані на свопах, для забезпечення своєї дохідності.

Передбачається, що синтетична структура БФ забезпечує відсутність відхилення дохідності фонду від дохідності індексу, оскільки здійснюється шляхом свопової операції з контрагентом, який гарантує виплату дохідності згідно дохідності відповідного індексу. Таким чином, ризик відхилення дохідності переходить до контрагента по свопу, а інвестор більше не несе ризику помилки слідування, який присутній у разі фізичного володіння базовими активами спонсорами БФ. Але у цього є і зворотна сторона – відсутність ризику помилки слідування замінюється появою ризику неплатоспроможності свопового контрагента. Спонсори БФ прагнуть підкреслити менший ризик помилки слідування у синтетичних БФ, дешевизну в порівнянні з традиційними БФ і зменшити небезпеку ризику неплатоспроможності контрагента для популяризації цієї структури БФ. Збільшена популярність БФ продуктів серед інвесторів привела до більшої

конкуренції між спонсорами БФ, змушуючи їх шукати альтернативні структури для зменшення витрат на управління.

Один із шляхів зменшення витрат на управління – використати синергетичний ефект, який може мати місце між інвестиційним підрозділом материнського банку і його дочірньою структурою з управління активами або іншою дочірньою структурою, відповідальною за організацію БФ, що діє як спонсор БФ. Ця синергія виникає при діяльності маркет-мейкера інвестиційного відділу банку, яка часто пов'язана зі зберіганням великого запасу акцій і облігацій, для яких треба знайти фінансування. Якщо ці акції і облігації – малоліквідні, то фінансування для них можна знайти на незабезпечених ринках (англ. unsecured market) або на ринках РЕПО, але зі значним дисконтом. Передавши ці цінні папери дочірнім спонсорам БФ в якості застави, інвестиційний підрозділ банку може зменшити витрати на їх зберігання. Частина цієї економії може бути спрямована інвесторам БФ шляхом зменшення витрат на управління дочірнього БФ.

Кількість заощаджених коштів безпосередньо залежить від якості переданої застави. Тому існують передумови до того, щоб передати в якості застави неліквідні активи. Зазвичай такі ЦП можуть бути профінансовані інвестиційним банком по ставках для незабезпечених активів. А розмістивши їх в якості застави у своповій операції, інвестиційний відділ може отримати фінансування для них без всяких витрат. На додаток до цього банк, що використовує структуру незабезпеченого свопу, може отримати вигоду від зменшення вимог до регуляторного капіталу. Це стосується випадків, коли менш ліквідні і з гіршим кредитним рейтингом ЦП в порівнянні з тими ЦП, які мають бути придбані для повторення дохідності індексу, використовуються як застава, під яку видається фінансування спонсорами БФ.

Масштаб економії коштів залежить від того, з яким «знеціненням»¹⁰ (англ. haircut) можна визнати вартість застави при чинних нормах UCITS. Подібне знецінення розрізняється залежно від юрисдикції. Наприклад, в

¹⁰ В даному випадку під «знеціненням» розуміється зменшення вартості активу в порівнянні з балансовою вартістю при передачі в якості застави з метою обліку можливих витрат, пов'язаних з його реалізацією у разі неплатоспроможності контрагента.

Ірландії акції, що використовуються як застава, враховуються з 20% знижкою, а в Люксембурзі розмір знижки – предмет переговорів між відповідальним хранителем і менеджментом фонду. Як наслідок, синтетичні БФ, які відповідають нормам UCITS, прагнуть реєструватися в Люксембурзі, з метою передачі застави за максимальною вартістю.

Податкове законодавство в європейських країнах надає переваги синтетичним БФ. Наприклад, у Великій Британії створення чергового пакета акцій фізичного БФ обкладається гербовим збором (англ. Stamp duty) в розмірі 0,5% від вартості фізично наявних активів у портфелі. В ЄС податкове законодавство тільки у 2013 році запропонувало усунути такий дисбаланс додатково обклавши податком свопіві транзакції і передачу застави для синтетичних БФ. Більш природно ця проблема вирішена в США, де процентні доходи (до яких відносяться і платежі по свопу) обкладаються більшим податком, ніж капітальні доходи і, відповідно, фізичні БФ мають перевагу по відношенню до синтетичних. [88, с. 4]

Стандарти ліквідності, запропоновані Basel III, так само можуть підштовхувати до використання синтетичних БФ. Наприклад, за запропонованим стандартом LCR (коефіцієнт покриття ліквідності, англ. liquidity coverage ratio) незабезпечене фінансування, надане багатьма законними клієнтами (банками, страховими компаніями, інвестиційними фірмами), як і забезпечене фінансування, покрите низькорейтинговими заставними активами або цінними паперами з терміном погашення впродовж 30 днів, враховується зі 100% ваговим коефіцієнтом (англ. run-off coefficient) при визначенні чистого відтоку грошових коштів. Розмістивши ЦП і низькорейтингові активи в якості заставного забезпечення по свопівій операції із спонсором БФ на період більше року, банк, що бере участь в цій операції, може значно зменшити цей ваговий коефіцієнт, що застосовується до заставних активів. Банк все ще застосовуватиме ставку в 20% для того, щоб задовольнити вимоги збільшеної ліквідності, пов'язані з можливою переоцінкою заставних активів, але ця ставка значно менша за 100%, яка використовувалася б в іншому випадку. Із вищесказаного витікає, що великі

обсяги своїх операцій можуть значно поліпшити банківський LCR, що зробить відповідність стандартам LCR менш витратною. [69]

БФ з використанням левериджа і обернені БФ у 2014 році складають 2% ринку БП США (Табл. Г.2). Різною мірою вони використовують деривативи для досягнення своїх цілей. БФ з використанням левериджа зазвичай інвестують значну частину грошових коштів в активи індексу, що таргетується. Залишок коштів вкладається в деривативи, які забезпечують необхідну, згідно інвестиційної стратегії, дохідність. Обернені БФ досягають зазначеної дохідності за допомогою грошових коштів і їх еквівалентів і деривативів. Незважаючи на активне використання деривативів для досягнення потрібної дохідності, ці фонди не є синтетичними БФ, якими їх, зокрема, вважає Рада з фінансової стабільності, тому що законодавство США не допускає описаної форми організації БФ, і вони класифікуються як біржові продукти.

Враховуючи більше поширення синтетичних фондів в Європі, виникає питання, а що призводить до обмеження розвитку цих фондів в США, і чи можуть ці чинники використовуватися для впливу на поширення синтетичних фондів в інших регіонах у разі потреби.

Аналіз показує, що ключовим моментом є законодавство, що регулює створення і діяльність цих фондів. Тому ознайомлення з принципами американського законодавства в цій сфері підкаже, які існують переваги і недоліки американської системи і що може бути прикладом при створенні або реформуванні законодавства про ІСІ в інших регіонах. Зокрема особливу увагу варто приділити таким напрямкам, як операції з афільованими структурами, процедури стосовно застав і ризику контрагента, вимоги ліквідності і обмеження на леверидж, розкриття інформації і прозорість, позичання цінних паперів із портфеля БФ.

Більшість БФ, зареєстрованих в США, регулюються «Законом про Інвестиційні Компанії» (Investment Company Act of 1940) 1940 року (далі ІСА) і складають близько 70% глобальних активів БФ, і не можуть бути

організовані за допомогою синтетичної структури. Але синтетичні БФ складають трохи менше третини ринку цих фондів в Європі.

ІСА з'явився як частина реформ, що проводилися в протидію фінансовій кризі впродовж Великої Депресії 1930-х рр. Спільно з іншими законами по цінних паперах того часу він забезпечував значний захист для інвесторів фондів, включаючи заборону на транзакції між фондами і їх афільованими структурами та інші операції «у своїх інтересах» (self-dealing), обтяжливі умови на використання левериджа, денну оцінку акцій фонду, вимогу щоденної можливості погашення акцій/паїв (для відкритих фондів і трастів), обширні вимоги по розкриттю інформації.

Зазвичай БФ реєструються як фонди відкритого типу (тобто взаємні фонди) за ІСА. Оскільки БФ є гібридом відкритого і закритого типів інвестиційних фондів і з'явилися вони після ухвалення закону ІСА 1940, то вони не відповідають цьому закону повністю і за діючими правилами повинні отримати звільнення від КЦПБ по деяким технічним розділам цього закону. В цілому БФ підкоряються тим же регуляторним вимогам, що і взаємні фонди.

Після того, як почалося активне обговорення фінансовою спільнотою ризиків, пов'язаних з розповсюдженням синтетичних БФ, організація IOSCO видала рекомендації для національних регуляторних актів, максимально наближені до принципів регулювання БФ в США [158], а ESMA почала вносити зміни в норми UCITS [91], також багато в чому спираючись на досвід США. Але не всі синтетичні БФ в Європі реєструються як UCITS.

1. Регулювання за ІСА щодо операцій з афільованими структурами містить детальні заборони на транзакції між фондом і афільованими організаціями, такими як: спонсор фонду, материнська структура спонсора фонду або інша структура, підконтрольна спонсорів фонду. Багато цих заборон в початковий текст закону були введені у 1940-і роки як реакція на випадки операцій «у своїх інтересах» (англ. self-dealing) і шахрайства інсайдерами фондів у 1920-х роках. Наприклад, розділ 17 ІСА забороняє транзакції між фондом і афільованими структурами у власних інтересах, а саме: купівлю і продаж активів з портфелю фонду, або видачі їх в борг

афільованій структурі. Цей розділ перешкоджає вступу БФ у своєву операцію з афільованими структурами (з торговим підрозділом компанії, який володіє спонсором або належить спонсоріві фонду) як контрагентом або видачу у борг цінних паперів пов'язаним сторонам. [141 с. 5, 61]

ІСА разом з іншими законами США по цінних паперах регулює й інші конфлікти інтересів, наприклад, коли спонсор БФ залучений до проектування і підрахунку індексу (Примітка Д.1.) Аналогічні принципи щодо композиції індексу з'явилися в рекомендаціях IOSCO [157, с. 16-18], хоча деякі учасники ринку вважають їх необґрунтованими і зайвими [197, с. 6].

Операції з ЦП з портфеля фонду зі структурами, афільованими БФ, які діють як провайдери ліквідності на вторинному ринку також в цілому заборонені за ІСА.¹¹

Якщо афільована структура діє тільки як маркет-мейкер, то ІСА та інші закони по цінних паперах США не перешкоджають цьому, але при цьому вона строго дотримується таких же правил в операціях з фондом, що і неафільована структура. Отже, якщо не має місця некоректне використання непублічної інформації (що заборонено іншими законами США), статус афільованої структури не несе ніякої додаткової вигоди ні фонду, ні самій структурі.

Аналіз мотивів використання синтетичної структури та регулювання БФ, приводить до висновку, що це одна з основних причин чому в США не отримала масового розвитку синтетична структура. Не маючи можливості побудувати своп зі зв'язаною стороною і отримати від цього додаткову вигоду, організаторам фондів немає сенсу використовувати таку схему. Таку ж точку зору висловлюють і автори досліджень [88, с. 2; 110, с. 44].

2. ІСА регулює якість застав і мінімізує ризик контрагента. Рівень або тип застави не регламентується, хоча фонди повинні підготувати на своїх рахунках ліквідні активи для задоволення можливих зобов'язань, пов'язаних з контрактами деривативів. Фонд і контрагент домовляються про розмір застави

¹¹ КЦПБ звільняє від цього обмеження структури, які визначені як афільовані по ІСА тільки за тією ознакою, що володіють 5% і більше паїв фонду. Без такого звільнення не можна запустити фонд менш ніж з 21 авторизованим учасником, інакше авторизований учасник з часткою більше 5% вважатиметься афільованою з фондом стороною за ознакою володіння. [141, с. 6] Оскільки умови створення і погашення паїв однакові для усіх авторизованих учасників, така афільованість сторін не дає можливості діяти на шкоду інвесторам фонду.

по свопу і частоті його оновлення. Договір зазвичай встановлює тип застави – найчастіше готівка і казначейські або агентські цінні папери США, втім, і інші цінні папери також практикуються; а також – «знецінення» вартості застави, що відображає ризик, пов'язаний з цим типом застави.¹² Для агентських паперів знецінення складає 4-5%, для акцій може досягати 40-50%. [141]

Обмеження на ризик контрагента – вимога диверсифікації, що виникає у рамках податкового законодавства для фондів, зареєстрованих за ІСА, що також застосовується до свопових контрагентів. Зокрема, вимагається, щоб фонд інвестував не більше 25% своїх активів в ЦП одного емітента, а з 50% активів не більше 5% – в папери одного емітента¹³. В результаті фонди, які активно використовують свопи, зазвичай мають декілька контрагентів. [141]

В Європі норми UCITS до 2011 року надавали широкий вибір в тому, які папери можуть використовуватися в якості застави. Зараз ці норми досить жорстко регулюють тип застави за позабіржовими деривативами. Застава повинна бути високоліквідною, торгуватися на регульованих ринках, мати незначну кореляцію дохідності з контрагентом і високий рівень кредитного рейтингу. Застава повинна переоцінюватися як мінімум щодня, не більше 20% заставного портфеля можуть бути цінні папери одного емітента. «Знецінення» для застав має розраховуватися за прозорими принципами, розробленими для класів активів. [118, с. 9-11] По нормах UCITS денна ВЧА заставного портфеля, який може включати грошові кошти, акції або облігації країн ОЕСР, повинна покривати як мінімум 90% ВЧА БФ, таким чином, обмежуючи ризик контрагента для БФ максимум 10% вартості БФ. Активи заставного портфеля можна видавати у борг, зазвичай це здійснюється через відповідального хранителя – кастодіана. [157, с. 19]

Диверсифікація контрагентів разом із двостороннім обміном заставами, трибічними договорами за участю кастодіанів, вимогами щодо якості застав

¹² По ІСА застава, отримана фондом, має бути розміщена у третьої сторони – кастодіана (відповідального хранителя). Переваги такого договору були продемонстровані під час банкрутства банку Lehman Brothers, оскільки фонди з трибічною угодою, включаючи кастодіана, отримали контроль над заставою без особливих труднощів. Останні почини регулятора, стосовно централізованого клірингу свопів, повинні і далі захищати фонди від ризику контрагента, оскільки централізовані клірингові дома спроектовані саме з цією метою.

¹³ тобто «мінімальна» диверсифікація – це по 25% активів в папери 2-х різних емітентів і по 5% в папери 10 різних емітентів.

нівелюючи переваги синтетичної схеми працюють на зменшення як ризику контрагента, так і систематичного ризику.

3. По інструкціях КЦПБ, пояснюючим ІСА, БФ повинні наслідувати велику кількість вимог, що стосуються ліквідності і створених для того, щоб мати можливість задовольнити можливі вимоги до погашення акцій (паїв) впродовж 7 днів, у тому числі при масовому пред'явленні до погашення акцій БФ з боку інвесторів. Частка неліквідних цінних паперів не повинна перевищувати 15% у портфелі відкритого фонду.¹⁴ [141, с. 7-8, 173] Фонди повинні оцінювати свої портфельні активи щодня, базуючись на ринкових цінах, а якщо котирувань немає, то за справедливою вартістю. Методологія оцінки фонду зазвичай формується радою директорів фонду, більшість з яких зазвичай незалежні від спонсора фонду.¹⁵ [141, с. 7]

Ці вимоги щодо ліквідності застосовуються до будь-яких активів фонду, у тому числі і до тих, які є заставою за операціями з деривативами, оскільки вони так само вважаються активами фонду. Отже, сценарій при якому неліквідні активи є заставою за своповими операціями маловірогідний.

Разом з регулюванням щодо застав (описаному вище), ці вимоги значно підкріплюють можливість БФ щодо розрахунку по зобов'язаннях з контрагентом по деривативах, і, отже, знижується ймовірність викликати ефект доміно для фінансової системи, при якому буде обмежена можливість контрагентів розрахуватися з третіми сторонами.

4. По ІСА взаємні фонди і БФ, зареєстровані як відкриті фонди, підкоряються вимогам по розкриттю як ніякий інший порівнянний інвестиційний продукт.

Окрім проспекту що містить інформацію про фонд, його інвестиційні стратегії і основні ризики, операції, комісійні і витрати на управління, результативність, способи та міру використання деривативів та ін., та бюлетенів додаткової інформації (англ. SAI) за запитом, фонди також видають

¹⁴ За КЦПБ: цінний папер ліквідний, якщо його можна реалізувати впродовж 7 днів за ціною близькою до оцінки фонду.

¹⁵ Багато фондів керуються своїми специфічними правилами, що стосуються ліквідності; ці правила іноді суворіші, ніж вказівки КЦПБ.

річну та піврічну звітність впродовж 60 днів після дати звіту. Звіти містять оновлені положення стандартів і принципів, використовуваних в звітності, список активів фонду, думку менеджменту з приводу результативності та іншу спеціалізовану інформацію. [141, с. 10-11] Після першого і третього кварталів фонди подають форму (Form N-Q) в КЦПБ, з інформацією про склад портфеля під управлінням і, відповідно, про активи по деривативним контрактам, що розміщені в якості застави. Вони також містять інформацію про відкриті позиції по деривативах, включаючи терміни, номінальні суми платежів і справедливу вартість. Для позабіржових деривативів – інформацію про контракт. На додаток для звільнення від деяких норм ІСА БФ повинен розкривати склад портфеля щодня, включаючи деривативи. [168] Такий підхід унеможлиблює непомітне для інвестора використання деривативів, а якість застави може бути оцінена незалежною третьою стороною.

5. Невеликі комісійні БФ, як фізичних, так і синтетичних, штовхають спонсорів до видачі у борг ЦП які знаходяться у портфелі активів або тримаються у заставі. У роботі [155] посилаються на провайдерів БФ, які визнають, що отримують більше доходів від видачі у борг ЦП, ніж від звичайних платежів за управління. Але ця практика БФ несе ризики контрагента і застави. До того ж вона може порушити ліквідність БФ у разі непередбачених значних пред'явлень до погашення паїв фонду і викликати ринкове стискування (підвищення цін) по цінних паперах, якщо спонсори БФ почнуть вимагати повернення позичених цінних паперів у великих масштабах, щоб погасити свої акції. Цей ризик відноситься як до інвесторів, так і потенційно до усього ринку в цілому.

КЦПБ видала приписи, що регулюють видачу у борг цінних паперів фондами, зареєстрованими по ІСА. Серед іншого ці приписи вказують тип застави і які дії можна з нею робити. Вартість застави повинна складати не менше 100% від вартості позичених ЦП. Оцінка застави робиться щодня і величина застави коригується так, щоб вартість постійно складала не менше 100% позичених ЦП. На практиці зазвичай підтримується більша вартість застави – 102% для національних ЦП і 105% для іноземних. Інструкції КЦПБ

дозволяють фонду видавати у борг цінних паперів загальною вартістю не більше за одну третину від усіх активів фонду. З урахуванням застави – це до 50% первинних активів.

Інструкції КЦПБ визначають типи застави, яка може використовуватися при операціях видачі у борг цінних паперів. Вони включають готівку, державні і агентські цінні папери США і, при певних обмеженнях, деякі банківські гарантії і акредитиви. На практиці в США фонди зазвичай віддають перевагу готівці в якості застави. [141]

Більше того, завдяки обмеженням, накладеним на фонди, які зареєстровані по ІСА, діяльність і пов'язані з нею ризики по позичанню цінних паперів набагато поширеніші в інших інвестиційних інструментах. [174] Майже всі типи ІСІ та й інші учасники ринку видають у борг ЦП зі своїх активів. Будь-який з цих учасників може зіткнутися з непередбаченими масовими вимогами інвесторів щодо повернення вкладених коштів у разі ринкового обвалу і буде вимушений відкликати ЦП, видані у борг.¹⁶

Трасти не мають можливості видавати у борг ЦП – БФ, зареєстрований як траст (UIT), не несе в собі таких ризиків. Тому БФ частіше організовуються як відкриті фонди, щоб мати можливість участі в цій практиці.

Тобто, якщо і є ризики, пов'язані з видачею в борг ЦП, то ці ризики не є унікальними і властивими лише БФ. Тому потрібні загальніші підходи до оцінки ризиків для усіх учасників ФР залучених до таких операцій.

Переваги синтетичної схеми БФ для інвесторів досягаються ціною збільшення ризиків, пов'язаних з фінансовою стабільністю. Для того, щоб зрозуміти подібне занепокоєння, є сенс згадати недавню історію ринків структурних фінансових продуктів. На початку 2000-х років розвиток цих інструментів позитивно сприймався учасниками ринку – передбачалося, що вони перенесуть ризики з банківської системи на ширше інвестиційне співтовариство, здешевлюючи вартість позикових коштів для фірм і фізичних осіб. Але невірна оцінка інвестиційним співтовариством цих ризикованих

¹⁶ Цінні папери можуть бути відкликані і з інших причин, зокрема, в цілях продажу власником. У цьому плані індексні фонди і БФ якраз несуть менше ризику і прийнятніші для кредиторів, тому що їх торгова діяльність передбачувана і обмежена випадками зміни складу індексу.

активів, в основі яких лежали низькоякісні кредити фізичним особам, багато в чому і привела до фінансової кризи 2007-2008 рр. А в ринковій ситуації, коли ЦП з високим рейтингом різко знецінилися, усе інвестиційне співтовариство охопила невизначеність. Недовіра поширилася на усю сукупність облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями (англ. скор. CDO) і структурованих інвестиційних інструментів¹⁷. Аналогічно, проблеми, пов'язані з синтетичними БФ, можуть кинути тінь на традиційні БФ і, ширше, – на ІСІ в цілому.

Непрозорість базисних активів, що лежать в основі багатьох структурних продуктів, разом із багаторівневістю певних конструкцій ускладнили оцінку ризиків цих інструментів. Незважаючи на додаткове заставне забезпечення при оцінці рейтингу за вимогами кредитних агентств, існуючі ризики, виявилися вищі, ніж було змодельовано. Як тільки невірні оцінені ризики реалізувалися, почалися масові продажі, що у свою чергу привело до зниження частки позикового фінансування на фінансових ринках.

Враховуючи цей досвід, зважаючи на зростання структурної складності БФ, а також на властивості фізичних та синтетичних БФ, сформульовані основні ризики БФ, та пояснені 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). Невірні оцінки ризиків через відсутність прозорості. 4). Ризик цінних паперів виданих борг. 5). Передача зовнішніх шоків на базові ринки. 6). Ризик індексної бульбашки.

1). Зниження довіри до контрагента по свопу (напр. через погіршення кредитоспроможності) може викликати відтік інвесторів БФ. БФ буде змушений повернути заставу контрагенту по свопу і зажадати повернути склад портфеля БФ, що може додатково позначитися на фінансовій стійкості контрагента. Якщо до того ж цей контрагент – материнська структура спонсора БФ, то під загрозою виявляються зобов'язання усієї групи, а також

¹⁷ екзотичні фінансові продукти на зразок CDO, забезпечені іншими CDO, комерційні папери, забезпечені активами (англ. скор. ABCP), та інші.

БФ інших спонсорів для яких використовується цей контрагент, оскільки погашення пред'явлених акцій БФ буде першочерговим завданням.

2). Інвестор синтетичного БФ несе ризики пов'язані із заставою по свопу, оскільки відсутня порівнянність між заставними активами і активами, що входять в індекс. Додаткове заставне забезпечення не суттєво покращує картину, оскільки криза 2007-2008 рр. продемонструвала, що тести з якості і покриттю застав, розроблені рейтинговими агентствами для структурних продуктів, не захищають навіть одержувачів старших траншів від втрат. Комп'ютери обробляють гори історичних даних у пошуках від'ємної кореляції цін активів – кореляції, що дозволяє максимально ефективно скористатися перевагами диверсифікації портфелів активів. Але кризові ситуації характеризуються значним зростанням кореляції між активами; і вартість цінних паперів замість того, щоб компенсувати негативні рухи за рахунок зростання цін інших активів, починають знижуватися в унісон, гарантуючи збитки практично по усіх класах ризикованих активів.

3). Відсутня прозорість в тому, яким чином своповий контрагент відтворює дохідність індексу, щоб виконати свої зобов'язання за своповою операцією. В синтетичній схемі ризик помилки слідування дохідності портфеля активів переноситься на контрагента по свопу. Але цей ризик зміщується з іншими ризиками усієї діяльності контрагента. Потенційно це може ослабити і функцію управління ризиками. Залучаючи до процесу забезпечення дохідності індексу різноманітні ринки і безліч учасників, БФ спонсори ускладнюють оцінку ризиків кінцевого продукту – відсутня прозорість і можливість для моніторингу процесу повторення дохідності, коли це здійснюється за допомогою свопової операції з контрагентом.

4). Несподівані і великі вимоги інвесторів погасити БФ паї, викликані подіями на ринках або підозрами в неплатоспроможності контрагента по свопу, можуть привести до необхідності повернення цінних паперів з портфеля активів, які видані в борг тим, хто здійснює короткі продажі. Масова закупівля цінних паперів з короткого продажу може викликати підвищення цін на них і розорити боржників, унеможлививши їх повернення біржовим

фондам. Цей ризик не є унікальним для БФ, і має місце для усіх учасників фінансового ринку, які видають цінні папери в борг.

5). Великий фінансовий інститут позбавляючись акцій БФ робить понижуючий тиск на їх ціну, і збільшує дисконт у порівнянні з ВЧА базових активів. Авторизовані учасники в такому випадку будуть купувати акції БФ і обмінювати їх на портфель базових активів, продаючи останні на ринку. Їх будуть доповнювати сторонні арбітражні торговці і разом вони чинять тиск на ціни базових активів в сторону зниження. Таким чином без фундаментальних причин для базових активів, вони можуть втратити в ціні.

Можливе збільшення дисконту і при зупинці діяльності авторизованих учасників через їх внутрішні проблеми. Якщо період значного дисконту ціни БФ до ВЧА його портфеля затягується, а погашення акцій БФ не передбачається, це може викликати бажання інвесторів позбутися акцій БФ. Масові продажі акцій БФ збільшуватимуть дисконт до ціни базових активів, і чинитимуть тиск у бік пониження як на ціни базових активів, так і на ціни акцій інших БФ з активами на подібних ринках.

Для синтетичних БФ процес доповнюється і посилюється ризиком пов'язаної сторони та ризиком застави. У разі банкрутства контрагента по свопу перед БФ може з'явитися необхідність продати заставу. Якщо фонд великий, то масовий продаж застави може стати причиною зниження цін на ринку активів застави. Інформація про низькоякісну заставу або про банкрутство контрагента може викликати пред'явлення акцій БФ до погашення і необхідності якнайшвидшого розпродажу застави, що також буде чинити тиск на ринок активів застави.

б). Ризик переоціненності активів, що входять до складу індексів, до яких прив'язані найбільш популярні і великі БФ. Ця проблема висвітлювалася в підрозділі 2.1. І якщо, підозри (напр. [100]) на рахунок впливу потоку коштів БФ на ринок золота у 2009-2010 рр. в цілому не підтвердилися, то вплив на вартість цінних паперів-складових індексу більш реалістичний. Приплив коштів БФ завищує дохідність найбільш популярних індексів, активним управляючим стає складніше перевершити цю дохідність, за допомогою якої

вимірюють дохідність ринку, і все більше інвесторів залучаються до індексного інвестування.

Прагнучи зменшення ризиків діяльності синтетичних БФ – доречно згадати А. Грінспена, який під час головування у ФРС мав доступ до найактуальніших досліджень і досвідчених експертів: «Принципова проблема наших моделей – як моделей ризику, так і економетричних моделей – полягає в тому, що, незважаючи на усю їх складність, вони занадто прості і не можуть врахувати увесь комплекс критично важливих змінних, які визначають характер глобальної економічної реальності». [116] У сучасних умовах економічні системи розвиваються занадто швидко, щоб устежити за всіма, у тому числі, за знову виникаючими рушійними чинниками і врахувати їх в моделях. Він виразив в м'якій формі позицію представників австрійської економічної школи, таких як К. Менгер, Ф. Хайек і Л. Мізес, які взагалі наполягали на дуже обмежених можливостях математичних моделей і методів природних наук в економіці, і, як наслідок, нерелевантності прогнозних результатів цих моделей [9]. Це повною мірою відноситься і до неокласичних фінансових моделей, використовуваних для оцінок ризиків, – моделі CAPM, моделей оцінок опціонів, оскільки в їх основі також лежать контраверсійні припущення щодо раціонального економічного агента-інвестора, який максимізує свою корисність; щодо повної, об'єктивної і незмінної інформації. Навіть наявність технічно розвинених моделей, що направлені на мінімізацію ризику, зовсім не є гарантією невтління цих ризиків в таких багаторівневих взаємозв'язаних системах, ілюстрацією до чого служить випадок з хеджевим фондом LTCM. Тому для мінімізації ризиків доречніше надавати перевагу використанню консервативного підходу, а не покладатися на складні математичні моделі: максимальна прозорість фінансових продуктів, класифікація їх згідно з властивими ризиками (розрізняти біржові продукти і біржові фонди, біржові фонди синтетичні та фізичні), спрощення ланцюжків контрагентів, консервативна оцінка вартості активів.

2.4. Емпірична оцінка «переваг» синтетичних біржових фондів в порівнянні з традиційними

БФ викликають значний дослідницький інтерес. Перші дослідження були присвячені результативності (performance) БФ в порівнянні зі своїми бенчмарками, а також в порівнянні зі своїми конкурентами – взаємними фондами. Наприклад, Е. Елтон, та ін. у 2002 році виявили, що індекс S&P 500 і орієнтовані на нього взаємні фонди перевершують по дохідності біржовий фонд SPDR [98]. Дж. Потерба і Дж. Шоуен, порівнюючи податкову і післяподаткову дохідність найбільшого БФ SPDR і взаємного фонду Vanguard Index 500 (прив'язані до індексу S&P 500) за 1994-2000 рр., дійшли висновку, що ці фонди мають практично однакову дохідність [156].

На додаток до досліджень щодо порівняння дохідності в численних роботах досліджувалася здатність повторювати дохідність індексу. Наприклад, Г. Ромпотис у 2006 році досліджував результативність, торгові характеристики і помилки слідування швейцарських БФ на періоді 2001-2006 рр. Як і очікувалось, було встановлено, що індекси перевершують по дохідності БФ, але при цьому БФ обтяжують інвесторів більш високим ризиком. Він також виявив, що швейцарські БФ не використовують стратегію «повного володіння» – не придбавають усі активи з індексу, помилка слідування складає близько 1,02%, і її розмір позитивно пов'язаний з витратами на управління і ризиком БФ [169].

М. Светіна та ін. аналізували вибірку з більше, ніж 500 американських БФ акцій і облігацій з моменту створення до 2007 року, намагаючись проаналізувати результативність і помилки дотримання БФ і встановити: якими конкурентами вони є для взаємних фондів. Вони зробили висновок, що результативність БФ статистично не відрізняється від результативності відповідних взаємних індексних фондів [182].

Нами також проводилося дослідження БФ порівняно зі взаємними фондами. Було встановлено, що середні денні відмінності в дохідності між ними на заданій вибірці статистично невиразні. Але взаємні фонди

продемонстрували велику волатильність, а також велику помилку слідування в порівнянні з БФ [147].

Враховуючи не всеосяжність вибірок фондів (з усієї різноманітності) у цих дослідженнях (за винятком [182]) висновки кожного дослідження окремо не можна розповсюдити на усю сукупність фондів взагалі. Але вони корисні методологією, яку можна використати в окремих випадках при необхідності, і тим, що відповідають на питання порівняння фондів в заданих секторах ринку (по біржах, по регіонах, за типом активів, по організаторах) між собою на певному проміжку часу. Агрегуючи численні свідчення в різних секторах ринку БФ і взаємних фондів, можна намагатися узагальнювати і робити висновки про усю групу фондів в цілому.

С. Барнхарт і С. Розенштейн перевіряли: чи є БФ субститутами для відповідних закритих фондів [68]. А. Агапова у 2010, 2011 роках також досліджувала конкуренцію між взаємними фондами і біржовими фондами. Було продемонстровано, що ці два типи фінансових інструментів являються субститутами, але – не досконалими субститутами. Співіснування цих двох близьких по суті типів фондів може пояснюватися «ефектом клієнтури», коли клієнти класифікують ці два інструменти в різні ринкові ніші [62, 63].

Наскільки нам відомо, не проводилися емпіричні оцінки загроз/збитку, оцінки вірогідності прояву або інших кількісних показників, що характеризують вплив синтетичних БФ на фінансову систему. У контексті ризиків БФ для фінансової системи відомі лише дослідження характеристик цієї організаційної форми БФ в порівнянні з традиційними БФ.

Як уже згадувалося, популярною є точка зору, що важливою конкурентною перевагою синтетичних фондів для інвесторів є менша помилка слідування в порівнянні з традиційними фондами. Це положення досліджувалося групою під керівництвом К. Мейнхардт у 2014 р. [142] Вони, базуючись на вибірці з 421 БФ (акцій і облігацій) за період 2010-2011 рр., Франкфуртської фондової біржі, використовуючи денні ціни закриття, дійшли висновку, що в цілому синтетичні і фізичні схеми повторення дохідності (реплікації) для біржових фондів акцій не розрізняються в точності слідування

за індексом. Хоча в окремому випадку, а саме, у разі окремо розглянутої групи біржових фондів облігацій, синтетичні фонди продемонстрували менші помилки слідування.

Вплив організаційної схеми на помилки слідування розглянутий і в роботі М. Елія, і отримані результати не зовсім узгоджуються з результатами попереднього дослідження [95]. Так, на підставі вибірки з 48 БФ від провідних провайдерів, що слідують за популярними європейськими і глобальними індексами, використовуючи ВЧА (NAV) замість цін закриття, на періоді 2007-2011 рр. було отримано підтвердження, що синтетична схема реплікації забезпечує інвесторів меншими помилками слідування, особливо відносно індексів ринків, що розвиваються.

Здійснена нами робота [146] доповнює попередні дослідження, оцінюючи здатність повторювати дохідність індексу фізичними й синтетичними БФ на підставі вибірки БФ, що обертаються на Швейцарській фондовій біржі (SSE) (результати якої представлені нижче). Результати цього і попередніх досліджень є цінними відомостями як для інвесторів, що шукають для себе пасивні інвестиції, так і для регулюючих організацій, оскільки менша помилка слідування – один з аргументів для створення і використання цієї схеми, яка несе ризики у своїй природі.

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 з часткою приблизно 13,5% у 2012-2013 рр. [92]. Період спостережень розпочинається з серпня 2012 року і закінчується серпнем 2014 року. Таким чином, використовуються по 526 спостережень для кожного фонду, за винятком двох фондів, які мають трохи коротший період існування, що також закінчився в серпні 2014 (276 і 416 спостережень відповідно).

В цілому 340 БФ були представлені на біржі в Цюріху. Вони розрізняються по класах активів (акції розвинених ринків, цінні папери з фіксованим доходом, акції ринків, що розвиваються, сировинні, такі що стратегічно інвестують в акції, фонди фондів), по спонсорах фондів, по країні

юрисдикції фонду і, звичайно, за схемою повторення дохідності. У вибірку відбиралися тільки біржові фонди акцій; 3 з них інвестують в акції ринків, що розвиваються, а інші представляють розвинені ринки. 17 БФ мають фізичну схему повторення дохідності, 18 – синтетичну. (Рис. Е.1. – Е.2.)

Щоденні дані дохідності БФ та індексів, що відповідають їм, ґрунтовані на цінах закриття, використовуються в поточній роботі для оцінки помилок слідування. З використанням цін закриття помилки слідування розраховуються в роботах Е. Елтона, М. Грубера, Г. Комера, і К. Лі (2002), Г. Ромпотиса (2006), К. Мейнхардта та ін. (2014) [98, 169, 142]. Альтернативний підхід використовує вартість чистих активів (ВЧА), як в роботі М. Елія (2012) [95]. Як стверджується в роботі [142] однією з переваг використання цін закриття в порівнянні з ВЧА є менший часовий зсув між розрахунком дохідності БФ і дохідності індексу. Вибір бази для розрахунку дохідності може істотно вплинути на значення помилок слідування, оскільки існує різниця між цінами закриття і вартістю чистих активів.

Історичні дані за цінами БФ і значенням індексів були взяті з бази даних Bloomberg. Інформація про коефіцієнт витрат (TER), клас активів, відповідний індекс, схему організації фонду, обсяг торгів зібрана з сайту Швейцарської фондової біржі, а інформація про кількість цінних паперів у бенчмарка отримана з сайтів провайдерів індексів.

БФ у вибірці слідують за 15 різними індексами, 9 з яких одночасно покриваються як синтетичними, так і фізичними БФ. Деякі з цих 9 індексів покриваються більш ніж одним синтетичним і одним фізичним БФ від різних спонсорів.

Це дослідження використовує поширені методи оцінки помилок слідування що зустрічаються в попередніх дослідженнях, таких як роботи [109, 169, 142, 95]. Перший спосіб (TE_1) – оцінити арифметичне середнє абсолютних різниць між денними дохідностями БФ та індексних фондів.

$$TE_1 = \frac{\sum_{k=1}^N |R_k^{ETF} - R_k^{ind}|}{N} \quad (1),$$

де R_k^{ETF} and R_k^{ind} – дохідність БФ і відповідного індексу, розраховані для дня з номером k , N – кількість спостережень у вибірці для БФ. Другий і третій способи представляють з себе відповідно оцінку стандартного відхилення різниць і абсолютних різниць між денними дохідностями фондів й індексів. Використовуючи ті ж позначення, помилки слідування можна виразити формулами

$$TE_2 = \sqrt{\frac{\sum_{k=1}^N \left((R_k^{ETF} - R_k^{ind}) - \overline{(R_k^{ETF} - R_k^{ind})} \right)^2}{N-1}} \quad (2),$$

$$TE_3 = \sqrt{\frac{\sum_{k=1}^N \left(|R_k^{ETF} - R_k^{ind}| - \overline{|R_k^{ETF} - R_k^{ind}|} \right)^2}{N-1}} \quad (3).$$

Ще один спосіб оцінки помилки слідування – оцінити стандартне відхилення залишкових різниць:

$$TE_4 = \sqrt{\frac{\sum_{k=1}^N \varepsilon_k^2}{N-2}} \quad (4),$$

$$\text{з регресії } R_k^{ETF} = \alpha_k + \beta_k R_k^{ind} + \varepsilon_k \quad (5),$$

де α_k відображає значення дохідності, яке досягає управляючий фондом незалежно від дохідності індексу, або дохідність, яку може отримати інвестор, якщо відсутній зв'язок між фондом й індексом; β_k показує міру точності, з якою дохідність фонду повторює дохідність індексу, або, іншими словами, чутливість дохідності фонду до дохідності індексу, будучи аналогом β в моделі САРМ; ε_k – залишкові різниці регресії. Оскільки фонд створюється для того, щоб як можна точніше повторювати дохідність індексу, то очікується, що α_k будуть статистично незначимі, β_k – близькими до одиниці, а стандартне відхилення залишкових різниць статистично значимо не відрізнятиметься від нуля.

Для більшості фондів в регресії (1) присутня серійна кореляція. Оскільки серійна кореляція не спотворює значення коефіцієнтів моделі, а тільки може спотворити оцінку стандартного відхилення коефіцієнтів, вплив серійної кореляції на стандартне відхилення, t -статистику, і, відповідно, p -значення

виключається за допомогою використання методу Хансена (Hansen method), також відомого як метод Ньюї-Веста (Newey-West). Отже, результати вільні від спотворень значущості коефіцієнтів, що виникають через присутність серійної кореляції.

Помилки слідування можуть виникати через безліч чинників. У цій роботі також досліджуються оцінки впливу можливих чинників на помилку слідування. Витрати на управління ймовірно впливають на дохідність БФ, можна припустити, що помилки слідування позитивно пов'язані з розміром витрат на управління. Високоліквідні БФ припускають менші помилки слідування. Також перевіряється вплив схеми повторення дохідності для підтвердження або спростування результатів з попередньої частини емпіричного дослідження. Якщо синтетичні фонди ефективніші в слідуванні за індексом, то коефіцієнт, що відмічає приналежність фонду до синтетичної схеми, має бути негативним. Кількість цінних паперів в індексі також може бути чинником, що впливає на залежну змінну. Передбачається, що ця кількість має позитивний зв'язок з помилкою слідування, оскільки ширший індекс є дорожчим для повторення з використанням стратегії «повного володіння» цінних паперів з індексу, тому управляючі мотивовані використати тільки вибірку з активів індексу, що може підвищувати помилку слідування.

Для визначення можливих чинників, що впливають на помилку слідування, будується наступна множинна регресія:

$$TE_{j,i} = \alpha + \beta_1 TER_i + \beta_2 LnVolume_i + \beta_3 Synth_i + \beta_4 Sec_i + \xi_i \quad (6),$$

де $TE_{j,i}$ – помилка слідування j -го методу ($j = \overline{1,4}$) для фонду з номером i ; TER_i – річні витрати на управління в десятковій формі для фонду i ; $LnVolume_i$ – ліквідність фонду, вимірювана натуральним логарифмом середніх за період денних обсягів торгів; $Synth_i$ – фіктивна змінна, яка дорівнює одиниці, якщо фонд використовує синтетичну схему, і нулю в протилежному випадку; Sec_i – кількість цінних паперів у бенчмарку.

Далі наведені результати оцінки помилок слідування і результати крос-секційних регресій, перевіряючих вплив чинників на помилки дотримання. Таблиця Е.4 в додатку містить список БФ, що потрапили у вибірку, а також

відповідні індекси, країну походження фонду, витрати на управління, організаційну схему.

Таблиця Е.1 містить результати оцінок помилок слідування – середнє, мінімальне, максимальне, медіанне значення для відповідної частини вибірки – для усієї в цілому, і для фізичних і синтетичних БФ окремо. Середні значення α , β і R^2 , розраховані на підставі регресій (1), побудованих для кожного фонду, також розміщені в цій таблиці.

Обидва типи – синтетичні і фізичні БФ, характеризуються значними помилками слідування. Незалежно від методу реплікації помилки слідування відрізняються від нуля з рівнем значущості 1%. У дослідженні Г. Ромпотиса швейцарських БФ середня помилка слідування була оцінена в 1,02%. [169] Враховуючи усі способи підрахунку в роботі М. Елії, межі помилки дотримання варіювалися від 0,004% до 0,617% для різних БФ з середнім близько 0,076%, а середнє значення в дослідженні К. Мейнхардт складає 0,39% [95, 142]. У нашій поточній роботі, результати якої представлені в статті [146], середні помилки дотримання для усієї вибірки знаходяться в діапазоні від 0,482% до 0,697% залежно від методу оцінки. Враховуючи дослідження, згадані вище, абсолютні значення свідчать, що БФ, що торгуються на швейцарській фондовій біржі (SSE), гірше справляються зі своїм завданням повторення дохідності індексів, в порівнянні з тими БФ, які торгуються на Франкфуртській фондовій біржі або в Європі в цілому.

Середнє синтетичних БФ вище середнього фізичних БФ у будь-якому з 4 способів підрахунку, а різниця досягає 0,136% у разі TE_2 . Медіанні значення також свідчать, що синтетичні БФ у вибірці менш точно повторюють дохідність індексів. Синтетичні БФ мають більші мінімальні і максимальні помилки дотримання. Порівняння середніх витрат на управління (0,27% для обох груп – фізичних і синтетичних) з величиною помилки слідування показує, що є ще чинники, окрім витрат на менеджмент, які роблять свій вклад в нижчу дохідність БФ в порівнянні з індексами. Стандартне відхилення в усіх групах приблизно однакове і необхідно проводити F-тест, щоб визначити: чи являються вони статистично різними. Цей тест також необхідно провести, щоб

визначити який статистичний метод має бути використаний для знаходження різниці між середніми значеннями.

Alpha і beta коефіцієнти також статистично значимі з високим рівнем надійності, хоча і коефіцієнти alpha близькі до нуля. Beta коефіцієнти, які також можуть бути використані для оцінки точності повторення дохідності, ближче до одиниці для фізичних БФ, що узгоджується з попередніми результатами по помилках слідування для груп.

Щоб відповісти на питання – чи перевершує фізична схема БФ синтетичну схему в здатності повторити дохідність індексу, просто візуального порівняння середніх помилок слідування по групах недостатньо. Необхідно застосувати тест на порівняння двох середніх незалежних вибірок після визначення того, чи є дисперсії цих вибірок рівними або ні.

Результати представлені в таблиці Е.2. F-тест для порівняння дисперсій вибірок демонструє, що дисперсії не розрізняються, оскільки критичне значення для F-статистики, необхідне, щоб відхилити нульову гіпотезу рівності дисперсій, рівне 2,21, враховуючи ступені свободи. Значить відповідним тестом на порівняння середніх значень являється тест зі спільною (англ. pooled) дисперсією. Т-тест на рівність середніх двох вибірок і рядок з р-значеннями демонструють значущість результатів, які підтверджують, що середні значення помилок слідування двох типів фондів є різними з рівнем значущості близько 10%. Точніше кажучи, різниці між середніми при використанні методів TE_2 , TE_3 і TE_4 значимі з рівнем менше 10%, при TE_1 – менше 11%. Beta і R^2 коефіцієнти також статистично різні по групах. Це означає, що синтетична схема і схема з повним фізичним володінням активами дійсно різні в здатності повторювати дохідність індексу в термінах помилок слідування, і ця різниця, як видно в Таблиці Е.1, не на користь синтетичних фондів.

Цей висновок суперечить обом згадуваним емпіричним дослідженням організаційних схем.

У Таблиці Е.3 представлені результати крос-секційної регресії чинників, що впливають на помилку слідування для усієї вибірки. Регресія будується

окремо для кожного методу підрахунку помилки слідування i , відповідно, значення від TE_1 до TE_4 використовуються як залежні змінні. Скорегований R^2 і F-статистика представлені в нижньому рядку таблиці, вказуючи наскільки добре побудована модель пояснює залежність і значущість коефіцієнтів моделі в цілому.

Значення свідчать, що помилки слідування залежать від витрат на управління (TER), 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 випадку TE_1 . Це суперечить результатам К. Мейнхардта [142] стосовно обсягу торгів, оскільки в тому дослідженні ліквідність була значимо пов'язана з помилками слідування. Вони також суперечать результатам М. Елії [95], де кількість цінних паперів не є значимим чинником, що визначає помилку слідування. Проте воно співпадає в термінах впливу витрат на управління і організаційної схеми (схеми реплікації).

Коефіцієнт перед змінною *Synth* позитивний і значимий для усіх чотирьох способів виміру помилки слідування. Значить, помилка слідування вище для синтетичних БФ в порівнянні з базовим випадком фізичних БФ. Це підтверджує попередній спосіб оцінки, за яким синтетичні БФ мають більшу помилку слідування, ніж фізичні. *Sec*, що відображає кількість цінних паперів в індексі, близький до нуля, але статистично значимий для усіх методів. Позитивне значення означає, що дохідність ширших індексів повторюється менш точно.

Також була побудована регресія за допомогою якої перевіряється вплив спонсора фонду. Вона побудована з використанням фіктивних змінних, які означають організацію фонду одним з чотирьох присутніх у вибірці спонсорів. Але коефіцієнти при незалежних змінних виявилися незначимі. Це означає, що відсутній зв'язок між спонсором фонду і розміром помилки дотримання або те, що різницю між помилками дотримання не можна списати на відмінності між організаторами фондів. Численні результати відповідної регресії не розміщені в цій роботі.

Резюмуючи, можна стверджувати, що обидва типи фондів, що представлені на Швейцарській фондовій біржі і потрапили у вибірку, – синтетичні і фізичні, мають значні помилки слідування. Що важливіше, синтетичні БФ, незважаючи на поширену думку, виявляються менш точними в повторенні дохідності індексу.

Портфельні менеджери і приватні інвестори, купуючи ці пасивні інструменти, щоб отримувати дохідність індексу, повинні зважати на специфіку двох типів БФ, особливо, якщо результативність портфельного менеджера базується на порівнянні з бенчмарком. Це також цінне знання в контексті ситуації, коли краща здатність повторювати дохідність індексу синтетичними БФ часто використовується як аргумент їх переваги над фізичними БФ, і яке розкриває їх недоліки, пов'язані з системними ризиками.

Це дослідження показує, що такі заяви, щонайменше, мають бути перевірені для окремих випадків, особливо, якщо є присутніми конкурентні пропозиції обох типів фондів.

Побудовані по формулі (6) регресії дозволяють визначити чинники, що впливають на помилки дотримання. Результати показують, що помилки слідування пов'язані з витратами на управління, кількістю цінних паперів в індексі і схемою реплікації для усіх методів оцінки. Середньоденний обсяг торгів не впливає на помилки слідування за винятком одного з чотирьох розглянутих способів підрахунку помилки слідування.

Імовірно, виявлені і представлені вище ризики БФ не залишилися непоміченими інвестиційним співтовариством і послужили причиною відтоку інвесторів і переведення частини БФ з синтетичних у фізичні організаторами самих фондів. Найбільшого поширення синтетичні фонди отримали в період 2006-2008 рр., а починаючи з 2010 року, частка синтетичних фондів поступово знижується. Інвестори перенаправили кошти у фізичні БФ у зв'язку з більшою прозорістю і меншими ризиками контрагентів. Кількість синтетичних БФ у 2013 році зменшилася з 801 до 761, хоча загальна кількість БФ виросла.

Компанія Лухог конвертувала 4 синтетичні фонди до кінця 2012 року і запустила 4 нових фізичних фонди, два з яких доповнювали вже існуючі

синтетичні, з такими ж бенчмарками – MSCI Europe і Euro STOXX 50. З однаковими витратами на управління для інвесторів з'явилася альтернатива між двома схемами.

Намагаючись зберегти частку на ринку, компанія Deutsche Asset&Wealth Management (пов'язана з Deutsche Bank) також конвертувала 18 синтетичних БФ з активами під управлінням близько 10 млрд. дол. у 2014 році. Ці БФ складають близько 10% усіх синтетичних БФ в Європі, і, враховуючи їх конвертацію, подальша частка синтетичних фондів в Європі знизиться до значення менше 30%. [92]

Висновки до розділу 2

1. Дані по структурі активів ІСІ за типом стратегії інвестування демонструють, що пасивний (індексний) підхід набирає популярності. Дослідження робіт теорії ефективності ринків у розділі 1.3, дозволяє визначити основні причини цього явища. Ґрунтуючись 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 – пропонуючи інвесторові диверсифікований портфель цінних паперів згідно заявленої стратегії, що слідує за індексом і мало змінюється впродовж часу. Це мінімізує витрати клієнтів на управління, позбавляє інвесторів небезпеки збитків більше за середньоринкові. Індексні фонди дозволяють некваліфікованим учасникам, не схильним до ризику, не брати участь в процесі оцінки управляючого або фонду, вибору інвестиційної стратегії, але дозволяють отримувати дохідність під час зростаючих ринків.

2. Аналіз наукових робіт, присвячених питанням оцінки цінних паперів, що входять в індекси, дозволяє зробити висновок, що захоплення інвестиційним співтовариством індексним підходом до інвестування привело до перекосів в оцінці цінних паперів, що входять в популярні індекси, і змінам в поведінці їхніх цін. Це є підставою сформулювати і більш важливі висновки:

імовірно запущено лавиноподібний процес, при якому управляючі не можуть перевершити дохідність індексів широких ринків і вимушені також залучатися до індексного інвестування, роблячи дохідність індексу ще більш важкодосяжною для інших управляючих, які використовують активні стратегії.

3. Сформульовано умови нейтралізації негативного впливу цього явища. Запобіжником від розростання індексної бульбашки може стати розширення всесвіту індексів, використовуваних організаторами фондів, нові підходи по формуванню індексів на базі фундаментальних ознак; а також розширення можливостей здійснювати короткі продажі переоцінених портфельів ЦП за допомогою нових інструментів і наявність досвідчених учасників, що не мають регуляторних обмежень коротких продажів.

Але аналіз законодавчих змін у США, пов'язаних з фінансовою кризою 2007-2008 рр., виявив що найбільш вірогідні кандидати на роль таких учасників – хеджеві фонди, у зв'язку зі змінами в регуляторному законодавстві знаходяться в процесі адаптації до нових для себе умов.

4. В процесі дослідження американського ринку ІСІ виявлено тісний взаємозв'язок між інституціональними інвесторами та ІСІ. Зокрема, цінні папери ІСІ є ключовими об'єктами попиту для пенсійних фондів. 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 й ІСІ і, як наслідок, проникнення пенсійних фондів на ринок ІСІ. До кінця 2010-х рр. цей процес стабілізувався, і зараз, зокрема, серед американських індивідуальних пенсійних рахунків (IRA) і планів з фіксованими виплатами частка взаємних фондів в активах складає 45-55%. З іншого боку виведення на фондовий ринок великих обсягів активів пенсійного забезпечення значно впливає і на індустрію ІСІ. Окрім того, що приблизно половина активів довгострокових взаємних фондів безпосередньо знаходиться у володінні пенсійних планів, функціонування накопичувальної пенсійної системи призводить до підвищення інвестиційної культури населення і, як наслідок, до розширення використання інвестиційних фондів при індивідуальних інвестиціях.

5. Розвиток фондових ринків з 1990-х рр. супроводжувався появою нових фінансових інструментів, одним з яких став біржовий фонд – гібрид відкритого й закритого інвестиційного фондів. Досліджуючи основні закономірності розвитку ІСІ виявлено, що відкриті інвестиційні фонди, які витіснили в еволюційній боротьбі закриті фонди, самі починають відчувати конкурентний тиск з боку нового типу ІСІ.

Детальне дослідження властивостей і закономірностей розвитку біржових фондів дало підстави стверджувати, що БФ – не випадкове неприродне породження фінансових інженерів, схильних до винаходу екзотичних інструментів, а черговий еволюційний ступінь розвитку ІСІ, зокрема інвестиційних фондів. Висловлено гіпотезу, що як колись взаємні (відкриті) фонди практично витіснили закриті, залишивши останнім вузьку спеціалізовану нішу, так і БФ, потіснять класичні відкриті фонди. Поки поширення БФ стримується обмеженнями на використання БФ інституціональними інвесторами, зокрема, пенсійними фондами, але коли цей бар'єр буде подолано, процес зайняття ніши 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. А їх недоліки в цілому повторюють недоліки взаємних фондів.

Окрім очевидної можливості, наданої БФ інвестиційному співтовариству – стати власником диверсифікованого портфеля активів з мінімальними витратами, їх розвиток вчинив справжню демократизацію інвестиційного процесу. Не лише відкрито доступ на нові ринки – такі як пограничні ринки або ринки облігацій, що розвиваються, в локальних валютах, але і індивідуальним особам з мінімальним капіталом стали доступні складні інвестиційні стратегії, які раніше могли реалізовуватися тільки інституціональними інвесторами.

6. На основі детального аналізу схем організацій БФ та регуляторного законодавства зроблено наступні висновки. Специфіка

регуляторного законодавства привела до того, що в США БФ переважно інвестують в портфель реальних цінних паперів; а в Європі гнучкіші норми UCITS по функціонуванню інвестиційних фондів дозволяють здійснювати підміну портфеля цінних паперів деривативним контрактом. Такі фонди, що складають 27% європейського ринку БФ, названі «синтетичними» і не є інвестиційними фондами за своєю суттю, несуть в собі специфічні ризики, відмінні від інвестиційних фондів в класичному розумінні, а також потенційні загрози для фінансової стабільності при розширенні масштабів своєї присутності. Дослідження досвіду фінансової кризи 2007-2008 рр. та властивостей БФ дозволили класифікувати та охарактеризувати ризики для фінансової стабільності, як синтетичних так і фізичних БФ.

7. Ефективною відповіддю на ці ризики є не стільки строгі кількісні обмеження і приписи або тим більше урядові гарантії, але, як і в інших відповідях регуляторних органів США на кризові ситуації (наприклад, з інвестиційними банками після 2007-2008 рр.), в першу чергу, – втілення принципів «розумних інвестицій», що також мають відображення у законах США: максимальна прозорість інвестиційних інструментів, диверсифікація в сенсі розподілу ризиків між незв'язаними сторонами, відповідність між здатністю прийняти ризик і взяттям ризику на себе.

8. Проведене емпіричне дослідження показує, що синтетичні біржові фонди, незважаючи на позиціонування себе як фондів з кращою здатністю повторювати дохідність індексу, на ділі зовсім не обов'язково є такими. Тобто, крім того, що вони несуть більші ризики для інвесторів і, потенційно, загрозу фінансовій системі, вони до того ж не мають заявлених характеристик і не є по суті інвестиційними фондами, хоча, очевидно несправедливо, ховаються під вивіскою «біржових фондів». Дані щодо зменшення частки синтетичної схеми організації ICI в Європі свідчать про те, що цей факт не залишився непоміченим з боку як інвесторів, так і спонсорів.

Основні результати цього розділу опубліковані в авторських працях [19, 21, 23, 146, 147]

РОЗДІЛ 3. ІНСТИТУТИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Аналіз фондового ринку України як середовища функціонування ІСІ

Становлення фондового ринку в Україні почалося у 1990-х роках. Процеси приватизації і створення акціонерних товариств заклали основу для зародження фондових інститутів. На первинному етапі свого розвитку ринок не виконував традиційних функцій накопичення й інвестування. Вибрана в Україні модель приватизації – за допомогою ваучерів, не забезпечувала залучення коштів в сферу виробництва, а лише перерозподіляла існуюче багатство між новими власниками. Дослідники українського фондового ринку характеризують той період як «споживчо-розподільний» [5]. Неринковий, неаукціонний розподіл акцій лише стимулював сферу споживання. Власниками ваучерів стали приблизно 35 млн. громадян України, але багато нових власників, навіть при наявності заборони на оборот ваучерів, продавали їх і придбавали товари щоденного попиту [5, с. 12]. У 2015 році кількість власників акцій складала 8 млн¹⁸. В результаті «броунівського руху» акцій, істотна частина «осіла» серед керівників підприємств. Існуючі економічні умови не стимулювали інвестиції у виробництво, і фінансовий сектор зосередився на спекулятивних операціях.

Дослідження демонструють, що метод приватизації виявляється не таким вже важливим для ефективної трансформації економіки¹⁹, куди важливіше інституціональне середовище, в якому продовжують функціонувати приватизовані підприємства [99]. Адже приватизація покликана поліпшити корпоративне управління компанії, а воно у свою чергу залежить від конкурентного ринкового середовища і правового порядку.

Через 13 років після зародження ринку в 2005 році відзначалася відсутність надійного зв'язку між ринком і реальним сектором економіки [54, с.107]. Але вже у 2011 році 90,2% (47,32 млрд. грн.) емісій акцій реально

¹⁸ згідно з оцінками висловленими головою НКЦПФР [47]

¹⁹ хоча і існують свідчення, що продаж іноземному інвесторові – найбільш вдалий спосіб приватизації [99, с. 12-13]

залучали кошти в економіку, і тільки 7,9% емісій стали результатом процесів приватизації і корпоратизації [37, с.18]. На сучасному етапі розвитку функція перерозподілу прав власності вичерпує своє провідне значення; сформувався клас власників, і для подальшого економічного зростання і інтеграції національної економіки в міжнародний простір потрібність в розвиненому ринку, що повноцінно виконує усі свої функції, тільки зростатиме.

Важливою віхою в розвитку ринку став запуск електронної системи торгів на Українській біржі в 2009 році, в якій могли брати участь індивідуальні інвестори. І хоча ця система не залучила до торгівлі на ринку дійсно широкі маси населення (у 2012 році вона налічувала дещо більше 10000 учасників), вона заклала основу у вигляді відносно простої, в технічному плані, участі в ринку індивідуальних інвесторів, а також дозволила злегка заповнити відтік іноземних інвесторів після кризи 2008 року. [121]

Існують різні підходи міжнародних організацій до класифікації національного ФР як розвиненого або такого, що розвивається. Зокрема, компанія FTSE, що надає широкий вибір глобальних індексів, розділяє фондові ринки на 4 категорії – на підставі групи критеріїв, що характеризують як розвиток фондового ринку, так і супутнього інституціонального середовища. Ці критерії охоплюють нормативне середовище, надійність контрактів, врегулювання конфліктів, ділову обстановку, розвиток і свободу валютного ринку, можливість використання деривативів. По цій класифікації польський ФР відноситься до групи «Передові серед тих, що розвиваються», а російський – до групи «Вторинні серед тих, що розвиваються». Польський ФР у 2015 році знаходиться в watch list (під наглядом) через очікуваний перегляд у бік підвищення рейтингу і надання категорії розвиненого. (Таблиця Ж.7.) Український ринок у 2015 році не потрапляв навіть в групу пограничних ринків (Frontier), хоча знаходився в watch list з 2008 року на предмет віднесення до цієї «початкової» групи. У 2013 році його видалили навіть з watch list через затримки з імплементацією реформ, пов'язаних з регуляторним спостереженням, контролем над рухом капіталу, захищеністю прав дрібних

акціонерів і організацією угод. [112] Аналогічні класифікації здійснюються і іншими провайдерами індексів : Dow-Jones, MSCI, S&P.

Міжнародне рейтингове агентство Standard&Poors²⁰ відносить український ФР до індекса S&P Frontier BMI. Індекс S&P Frontier («пограничний») BMI²¹ вимірюється за даними 35 малих і неліквідних фондових ринків. При віднесенні до тої чи іншої категорії враховуються макроекономічні показники, політична стабільність, захист майнових прав, торгові процедури та умови реалізації контрактів, відгук інституціональних інвесторів. Через маленький розмір капіталізації, обмеженої інвестиційної привабливості і обмеженої інформації у вільному доступі, що характеризують «пограничні» ринки, індекс S&P Frontier BMI розраховується окремо від сімейства глобальних індексів S&P Global BMI. Разом з українським ФР до групи пограничних ринків відносяться ринки таких європейських країн як Болгарія, Хорватія, Кіпр, Румунія, Словаччина, Словенія, країни Балтії та інші, хоча деякі з них і мають кращу інституціональну основу. (Таблиця 3.1.5) [24]. Ринки наших сусідів Польщі та Росії відносяться до серії S&P Global BMI, а точніше – до ринків, що розвиваються: S&P Emerging BMI. [101]

У розрізі галузей випуски акцій у 2013²² році, зареєстровані НКЦПФР для обертання на ФР, мають наступну особливість: приблизно 50% представляють акції фінансових компаній і менше 2% – акції компаній з сфери охорони здоров'я. [38]. Такий розподіл по галузях в цілому відповідає розподілу галузей на ринках пограничної групи, для яких характерною відмінністю від розвинених фондових ринків в групах S&P Euro, S&P Europe 350 (Європа), S&P 500 (США), є надмірно велика частка фінансової сфери (у вказаних групах розвинених ринків він не займає більше 23%), і практично повна відсутність сфери охорони здоров'я, частка якої в згаданих групах складає не менше 9% (для S&P Euro – 9%, для S&P Europe 350 – 14%, для S&P 500 –

²⁰ У 1999 році рейтингове агентство Standard&Poor's придбало базу даних по ринках (EMDB), що розвиваються, у IFC і продовжило роботу по збору даних, аналізу і класифікації фондових ринків, на підставі якої розраховують індекси групи S&P для бенчмарків та інвестиційних цілей.

²¹ скор. від англ. Broad Market Index

²² 2014 рік нехарактерний через велику докапіталізацію державної компанії Нафтогаз, 2015 – через «останню» докапіталізацію Нафтогаза, та докапіталізацію великої кількості банків у зв'язку з новими вимогами НБУ щодо адекватності капіталу [37, 38].

15%) [101]. Останнє ймовірно пов'язане як з відсутністю високотехнологічних компаній у сфері медицини, що залучають капітал на фондових ринках, так і з відсутністю розвиненої страхової медицини.

Для порівняльного аналізу ФР з ринками інших країн за кількісними характеристиками використовуються такі показники як капіталізація, обсяги торгів, їх співвідношення між собою і ВВП, динаміка фондових індексів.

За даними Світового Банку в 2012²³ році відношення капіталізації до ВВП для України складало 15,7%. Для інших європейських країн з групи Frontier цей показник також не перевищував 20%. В середньому для країн єврозони і Росії цей показник складав приблизно 41%; для США, Британії і Канади – більше 100%; для Польщі – 26% (Рис. Ж.1). Потрібно відмітити, що в попередні роки в групі пограничних ринків серед європейських країн цієї групи Україна показувала більш високі результати за згаданим показником. Політична та економічна криза 2014-2015 рр. безумовно погіршила позиції України, але дані Світового банку щодо капіталізації на цей період відсутні.

Проаналізувавши дані за тривалий період після Другої Світової війни до кінця ХХ століття, Б. Рубцов робить висновок, що середнє значення показника капіталізації до ВВП в такій фінансово розвиненій країні як США складало орієнтовно 60%, що він вважає деяким «рівноважним» рівнем для цього показника [39, с.49]. Друга половина 1990-х років характеризується перевищенням показника капіталізації середнього значення за півстоліття, а в ХХІ столітті це співвідношення продовжило зростання і в середньому складало 122%. Незважаючи на кризу інтернет компаній початку нульових, і світову фінансову кризу кінця нульових, цей показник опустився нижче 100% тільки у 2008 році. Б. Рубцов припускає, що зміну відношення капіталізації до ВВП можна пояснити зростанням числа корпорацій і процесами концентрації капіталу. З іншого боку це може бути наслідком припливу значних накопичених ресурсів на фінансовий ринок (про що йшлося у розділах 1 і 2 цієї роботи) за допомогою ІСІ, пенсійних фондів і страхових компаній.

²³ На серпень 2016 дані Світового Банку для фондового ринку України після 2012 року відсутні, що ймовірно пов'язано з високою волатильністю українського фондового ринку та структурними пертурбаціями серед учасників ринку у тому числі серед «блакитних фішок» у період 2014-2016 рр.

В Україні, незважаючи на потребу корпоративного сектора в капіталі, обсяги його залучення за допомогою інструментів ФР відстають, як від розвинених країн, так і від Польщі і Росії, що частково може бути пояснено специфікою приватизації та історією формування ринку.

Більше того, капіталізація для України є не дуже надійним показником розвитку ФР – як раніше, так і в існуючих умовах цей статистичний показник слабо пов'язаний з ефективністю функціонування реального сектора економіки [54, с.110] і багато в чому залежить від припливу і відтоку іноземних інвестицій на національний ФР. Залежністю капіталізації від незначних у світовому масштабі потоків капіталу можна пояснити підвищену волатильність національного ринку в порівнянні з іншими (Рис. Ж.2). Зміни капіталізації ФР України відповідали тим же тенденціям, що і зміни на ринках розвинених країн і найближчих сусідів, але, як видно з Рис. Ж.2, мали набагато більшу волатильність. Коливання капіталізації відносно ВВП країни були навіть більші, ніж середнє агреговане коливання європейських ринків пограничної групи S&P (Frontier S&P).

Показник ліквідності ФР доповнює показник ринкової капіталізації, демонструючи відповідність між обсягами випущених цінних паперів і їх оборотністю. Як видно на Рис. Ж.1 для європейських пограничних ринків значення обсягу торгів до капіталізації не перевищує 15%, при цьому ліквідність українського ринку (5%) одна з найменших навіть в цій групі пограничних ринків. В той же час для ринку Польщі цей показник складає 43%, для розвинених ринків єврозони він складає 84%, для Росії – 88%, а для найбільш ліквідного ринку у світі США – 124%.

Не лише капіталізація ФР України являється дуже волатильною – те ж саме можна сказати і про ліквідність: феноменальне зростання 2010-2011 рр., (яке при продовженні тренду вивело би Україну на середньосвітовий показник до 2016 року) змінився не менш вражаючим обвалом, повернувши ринок на позицію 2009 року. (Рис. Ж.3)

Якщо ж говорити про абсолютне значення обсягу торгів до ВВП, то на Рис. Ж.4 видно, як значно група пограничних ринків європейських країн

(Frontier (S&P)) в цілому і Україна зокрема (у 2012 р. – 0,7%), зі значеннями ледве відмінними від нуля, відстають як від розвинених ринків, так і від ринків Польщі та Росії.

Поки ж можна стверджувати, що такий низький рівень ліквідності і капіталізації роблять український фондовий ринок, як й інші ринки, що розвиваються, дуже уразливим для спекулятивного капіталу – незначні у світовому масштабі припливи і відпливи капіталу викликають значні зміни цін активів. Це добре помітно, якщо простежити відносну динаміку світових індексів, індексів розвинених країн і українського під час кризи – коли багато іноземних інвесторів вважали за краще вивести кошти з українського фондового ринку при зростанні невизначеності на світових ринках. (Рис. Ж.5.) Український індекс ПФТС продемонстрував найбільшу волатильність в розглянутій групі, також дуже волатильним виявився ринок РФ, представлений індексом RTSI. Польський індекс WIG також характеризувався більшою волатильністю, ніж середньосвітовий рівень.

Аналіз динаміки ряду фондових індексів країн і регіонів переконує, що вітчизняний ринок повторював світову динаміку у 2003-2015 рр., що свідчить про істотний взаємозв'язок процесів, що відбуваються на українському ФР, зі світовими (Рис. Ж.5). Дані по кореляції місячних значень українського фондового індексу з індексами США, Росії, Польщі, Єврозони і світу в цілому підтверджує це спостереження. (Таблиця Ж.2). Період до 2003 року характеризується частою різноспрямованою динамікою або слабким зв'язком індексу українського ринку з іншими, що пов'язано як з відновленням національного ринку після впливу фінансової кризи боргових зобов'язань РФ 1998 р., так і з незавершеністю процесів формування українського ФР в цілому. Період 2012-2014 рр. також характеризується негативною або слабкою кореляцією з розвиненими ринками, яку можна пояснити внутрішніми проблемами України – економічними, правовими, регуляторними, такими, що особливо гостро проявилися в цей період.

Низький рівень ліквідності, серед іншого, пов'язаний з диспропорцією в розподілі торгів між біржовим і неорганізованим ринком. Попри

довгострокової тенденції збільшення, на 2014 рік тільки приблизно 27% торгів ЦП здійснюються на біржах, а у 2015 році частка знову скоротилася до 13% [38]. Таке становище організованого ринку не лише знижує ліквідність українських ЦП, але і у свою чергу є гальмом для формування дійсно ефективної біржової інфраструктури, що забезпечує залучення капіталу, виконує інформаційну і облікову функції.

Серед причин, через які відбувається домінування неорганізованого ринку над організованим, можна виділити такі:

- значний обсяг операцій полягав в скупці акцій у міноритарних акціонерів, що отримали їх в процесі приватизації, і здійснювався в індивідуальному порядку;

- фінансово-промислові групи володіють великими пакетами найпривабливіших цінних паперів (маленький free-float); зміна власника, як правило, здійснюється шляхом переговорів, а не на організаторах торгівлі. До того ж, через загрозу ворожого поглинання (т.з. «рейдерських захоплень»), і правозастосовної практики, ФПГ не прагнуть публічності при проведенні таких операцій і уникають вільного обертання акцій. [33]

Якщо темпи зростання організованого ринку, що склалися з 2009 по 2014 рр., збережуться, то на повний перехід торгів на організований ринок знадобиться ще 14 років (а якщо відстежити тренд з 2003 року, то – 35 років), що звичайно неприйнятно і свідчить про необхідність вжиття революційних заходів для перенаправлення торгів на організовані майданчики. (Рис. Ж.8) Розміщення обігу ЦП на організованих майданчиках суттєво впливає на рівень розвитку ринку: зокрема, на його відкритість, ліквідність, інвестиційну ефективність, сприяє зростанню кількості укладених угод.

Рівень free-float – частка акцій, що не належать контролюючим акціонерам і знаходяться у вільному обігу, показує, наскільки компанії, що котируються на ФР, є публічними, і чи являється ФР для них джерелом залучення капіталу. За нашими оцінками на 2015 рік середньозважений рівень free-float українських публічних компаній, які входять в індекс ПФТС, становив 7,3% (на 2008 рік ближче до 8%), це дуже незначна величина, яка

характеризує український фондовий ринок як другорядне джерело залучення коштів компаніями і свідчить про автономність навіть тих компаній, які вважаються публічними. (Примітка Ж.1) Free-float в середньому для бази розрахунку індексу WIG20 – варшавської фондової біржи за нашими підрахунками складає 47,6% на кінець (листопад) 2015 року.

Дані Світового Банку по індикаторах ФР добре підходять для порівняльного аналізу ринків різних країн. Для детальнішого розуміння структури українського ринку цінних паперів звернемося до місцевих джерел інформації – Укрстат, НКЦПФР, НБУ, статистика бірж.

Показники обсягу випусків емісійних ЦП відображають наміри підприємств щодо збільшення своєї капіталізації та їх зацікавленість у залученні інвестицій за допомогою ЦП, а також необхідність держави до фінансування бюджету за допомогою інструментів фондового ринку. Основну частку емісії займають «класичні» інструменти – акції, облігації, ЦП ІСІ, а емісія облігацій місцевих позик і деривативів – незначна в порівнянні з ними (тому не відображена на Рис. Ж.6). Останні роки йде активна дискусія про необхідність розвитку ринку ЦП деривативів – існують передумови для функціонування значного ринку деривативів, базовими активами для яких є с/г товари, метали, валюта. В кінці 2015 року з урахуванням міжнародної практики за підтримки професійного співтовариства, зокрема Чиказької товарної біржі, розроблений і поданий в Раду законопроект «про регульовані ринки і деривати» [29], націлений на створення або комплексне оновлення регуляторної бази ринку деривативів, а також товарних і фондових бірж.

До 2012 року не спостерігалось значних проблем на світових фінансових ринках, тоді як український фондовий ринок демонстрував суперечливу динаміку свого розвитку. З одного боку, спостерігалось зростання загальних обсягів торгівлі цінними паперами (в основному за рахунок Державних облігацій) та збільшення видів фінансових інструментів, що використовуються на фондовому ринку. (Рис. Ж.7) З іншого боку, згорталася емісійна діяльність, зокрема, щодо випуску акцій та інвестиційних сертифікатів ПФІв. У 2013-2014 рр. значно зросли обсяги залучень коштів

державою, що було пов'язано з необхідністю фінансування бюджетного дефіциту в умовах важкої національної політико-економічної кризи і реструктуризації фінансових стосунків в цілих галузях. Спостережуваний у 2014-2015 рр. приріст емісії акцій багато в чому був обґрунтований тими ж явищами: в 2014 і 2015 роках Нафтогаз та ряд банків здійснювали докапіталізацію, наприклад, докапіталізація Нафтогаза склала 74% та 25% загального обсягу емісії акцій у ці роки відповідно. [37,38]

Згідно статистики емісії цінних паперів НКЦПФР цінні папери ІСІ в Україні – один з чотирьох найзатребуваніших фінансових інструментів: наприклад у 2005, 2008, 2011 роках обсяги емісії перевершили інші види ЦП, та і за весь період спостережень з 2005 року завжди випереджали хоча б одну з чотирьох категорій ЦП, за винятком 2013 року. (Рис. Ж.6). Але ЦП ІСІ мало цікавлять фізичних осіб – за даними НКЦПФР найбільша кількість ЦП ІСІ розміщена серед юридичних осіб – 75,6%. [38, с. 53]

Ключовим елементом інфраструктури фондового ринку є біржі. Слова українського вченого М.І. Туган-Барановського про важливість саме фондової біржі в процесі розподілу довгострокових фінансових ресурсів залишаються актуальними і до цього дня: «вільні капітали повинні знайти те або інше розміщення в межах громадського господарства... Фондова біржа виконує ... функцію, аналогічну ролі банків в організації кредиту. Банки розміщують ... ті вільні капітали, власники яких шукають їм тільки тимчасового розміщення. Для постійного розміщення капіталу існує біржа... Для розміщення своїх капіталів в різних підприємствах банки знову-таки потребують біржі, не менше від приватних осіб... Тільки завдяки фондовій біржі стало можливим злиття багатьох незначних капіталів у велетенські статки, необхідні за умов капіталістичного господарства». [48, с. 435-436] Тобто, біржі важливі в першу чергу для довгострокового («постійного») залучення коштів на потреби приватних підприємств та державних організацій, на відміну від банківської системи, що надає фінансові ресурси на короткий термін («тимчасове розміщення»). Дійсно, якщо подивитися на структуру депозитів по термінах, то виявимо, що близько 50% депозитів – вкладення до року, а більше 90% –

строком до двох років [7], що робить технічно складним і дорогим фінансування довгострокових проектів. У сучасних умовах функції фондових бірж доповнені ще однією важливою складовою – страхування ризиків за допомогою похідних цінних паперів.

Попри те, що частка організованого ринку в загальному обсязі торгів невелика, в Україні у 2015 році існує 10 фондових бірж, при цьому реальні торги цінними паперами до недавнього часу здійснювалися на 3-х з них: «Українська біржа»; «Фондова біржа «ПФТС»»; Фондова біржа «Перспектива».

На цьому етапі розвитку світового фінансового ринку множинність бірж характерна для федеративних країн (США, Канада, Німеччина, Бразилія, Швейцарія) або для країн із слаборозвиненим, роздробленим ринком (Індія, Росія, Україна); і спостерігається довгострокова тенденція інтеграції бірж. Але навіть в країнах з декількома біржами зазвичай існує одна-дві провідні біржі, на яких відбувається більша частина торгів. Для США це – Нью-Йоркська фондова біржа і NASDAQ, в Німеччині – Франкфуртська фондова біржа.

У таких країнах як Польща, Франція, Туреччина, Італія, Нідерланди, Британія ринок в цілому консолідований, і торги відбуваються на одній біржі, яка до того ж може бути частиною міжнародного консорціуму з декількох національних бірж. (Таблиця Ж.4) Зазвичай процес централізації торгів на одній біржі і об'єднання бірж на міжнаціональному рівні відбувався природним чином, без спеціального втручання державних органів. У Великобританії об'єднання фондових бірж сталося ще в 1973 р., у Франції – в 1991 р., в Швейцарії й Італії – в середині 1990-х рр. [39, с. 183] У випадку Польщі, де відносно молодий ринок, Варшавська фондова біржа від самого початку створювалася державою як єдиний центр ліквідності, і лише пізніше акції державної біржі були продані приватним інвесторам. Наявність єдиної біржі підвищує ліквідність ринку і його ефективність, хоча можна забезпечити концентрацію ліквідності і у разі системи з декількох бірж.

Основні обсяги торгів в Україні зосереджені на двох біржах – більше 90% в 2013 і 2014 роках. Серед цінних паперів найбільший оборот мають Державні облигації України – трохи менше 90% від загального обсягу торгів. В цьому

відношенні Україна дуже відрізняється від розвинених ринків: при відносній умовності показника обсягу торгів для деривативів, на розвинених ринках основний оборот припадає саме на похідні цінні папери, що дозволяють страхувати фінансові ризики, і з великим відривом за ними йдуть облігації.

В останні декілька років спостерігаються динамічні зміни у розподілі торгів серед бірж з двох причин:

- введення акцизу на здійснення позабіржових операцій перевело на організований ринок частину торгів (Рис. Ж.8);

- через незначні обсяги торгів на ринку в цілому декілька великих угод по зміні власника (чи інших технічних угод [3]) через біржу виводить її в лідери за обсягами, як поперемінно відбувається з біржами ПФБ, КМФБ, чи ПФТС. При цьому актуальним залишається питання реальності наявності біржового курсу у ЦП, що обертається на біржі²⁴, оскільки учасники галузі і раніше багаторазово заявляли про наявність штучних продажів з метою фіксації котирування (маніпуляції ринком). (Табл. Ж.3.)

Невідповідність кількості фондових бірж в Україні рівню розвитку ФР, незначна роль провідних майданчиків, світова тенденція консолідації бірж і той факт, що національна мережа фондових бірж не працює як єдина система, часто приводять до думки про необхідність створення єдиної української біржі. З іншого боку більш обґрунтованими виглядають аргументи, що створення єдиної біржі не дозволить автоматично конкурувати з іншими ринками капіталу (наприклад з Варшавською біржею), оскільки для розвитку ринку пріоритетніше виконання інших умов (зокрема, наявність справедливої судової системи, довіра до влади, політична стабільність), а відсутність конкуренції і державна підтримка однієї біржі на такому тонкому ринку лише сприятимуть збереженню неефективної моделі бізнесу бірж; до того ж концентрація ліквідності можлива і у рамках декількох взаємозв'язаних бірж.

Тому перед використанням адміністративних методів консолідації в першу чергу необхідно усунути причини, що привели до створення

²⁴ З 1 січня 2013 року для позабіржових операцій ставка акцизу становила 1,5% від суми угоди, а за умови знаходження паперів в лістингу біржі – 0,1%. У разі наявності біржового курсу у цінного паперу її ставка становить 0%.

номінально великого числа бірж, – окрім десятка фондових в країні існує сотні товарних бірж; їх існування на думку фахівців (напр. [33, с. 144]) пов'язане з необхідністю фіксації «біржової» ціни, яка використовується як справедлива у фінансовій звітності, видачі довідок про включення у біржовий список, приватизацію частини (5%) державного пакету акцій компанії через біржу.

Остання вимога може навпаки мати негативний вплив на фондовий ринок, оскільки національні фінансово-промислові групи, що беруть участь в приватизації державних підприємств, зацікавлені в зниженні ціни на них на біржі, тобто, в непривабливому для іноземних інвесторів, малоліквідному ринку, яким легко маніпулювати.

Але без рішення базових проблем, що перешкоджають розвитку ФР, скорочення кількості бірж не вплине на роль ФР в залученні капіталу в цілому.

Як вже говорилося, міжнародні компанії FTSE, S&P проводять класифікацію фондових ринків. Зокрема FTSE оцінює ринок за низкою критеріїв. Низькі оцінки за цими критеріями можна перекласти в термінах українського ринку цінних паперів, сформулювавши основні проблеми, що стримують розвиток фондового ринку та ІСІ.

Проблеми функціонування українського ФР можна умовно розділити на внутрішні (пов'язані в цілому тільки з діяльністю ринку) і зовнішні (загальнодержавні проблеми, які торкаються не лише діяльності ринку цінних паперів), хоча межа між ними іноді доволі розмита.

1. Основною зовнішньою проблемою для ФР, на думку експертного співтовариства і учасників галузі, 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 (напр. [42, с. 89]). Статистичні дані також підтверджують їх важливість. Наприклад, дані світового банку демонструють

наявність позитивного зв'язку між рівнем правопорядку і рівнем розвитку ФР (Рис. Ж.10). Більше того 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 (Rule of Law), виміряний індексом верховенства права 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.

Одними з найбільш поширених способів порушення прав міноритарних акціонерів на українському фондовому ринку можна вважати:

- розмивання часток акціонерів у капіталі при розміщенні акцій додаткових емісій серед нових акціонерів за заниженою ціною; позбавлення інших акціонерів переважного права на придбання додаткових акцій;
- продаж активів підприємства пов'язаним особам за ціною, нижчою за ринкову;
- обмеження інформації про діяльність підприємств і проведення зборів акціонерів.

Також не унікальні у світовому плані конфлікти корпоративного управління:

- користування грошовими потоками в інтересах менеджерів або мажоритарних акціонерів;
- укладення договорів з пов'язаними контрагентами для отримання прибутків особами, які контролюють цих контрагентів. [57, с. 9]

Ухвалення закону «Про акціонерні товариства», який набрав чинності у 2009 році, було націлено на виправлення більшості з наявних дисбалансів, але через проблеми з реалізацією правових норм у державі в цілому, випадки порушення прав акціонерів продовжилися²⁵. Незважаючи на труднощі з

²⁵ У 2010 р. цілісний майновий комплекс ВАТ "Маріупольський завод важкого машинобудування" був переданий в оренду, що привело до зменшення грошового потоку на підприємстві і, як результат, до істотного зниження ринкової вартості підприємства. [50]

Представники ... офшорів Inter Growth і Stremvol Holdings в середині 2010 року на зборах акціонерів заводу [ВАТ «НВО ім. Фрунзе»] проголосували за передачу його майна вартістю близько 830 млн. грн. фірмі ТОВ «Сумське машинобудівне науково-виробниче об'єднання» (СМНПО). А трохи пізніше було затверджено рішення про продаж належних НВО ім. Фрунзе 78% СМНПО. [40] Та інші випадки.

імплементацією правові норми продовжують удосконалюватися у напрямку загальноприйнятих міжнародних практик. Наприклад, в регуляторному співтоваристві зараз обговорюється введення інституту похідного позову, який відкриє можливість для міноритарних акціонерів судово переслідувати посадових осіб товариства в разі, якщо дії посадових осіб товариства спричинили шкоду чи нанесли збитки самому товариству.

2. Компанії в Україні характеризуються низьким рівнем корпоративного управління, коли йдеться про структуру й підзвітність аудитних комітетів і менеджменту, процесів ухвалення управлінських рішень, управління ризиками, принципах формування винагороди менеджменту і так далі [188]. Про це побічно свідчать такі факти: тільки 10 з майже 200 компаній мають лістинг на українській біржі, а інші лише допущені до торгів; у 2013 році НКЦПФР зупинила оборот 6000 випусків акцій з 15000 акціонерних товариств, акції яких були офіційно зареєстровані в комісії, оскільки вони не відповідали нормам законів «Про акціонерні товариства» та «Про депозитарну систему України», зокрема, в питанні переходу акцій у бездокументну форму [16]. Практично відсутня об'єктивна інформація про власників, афілійованості тих або інших суб'єктів, кінцевих бенефіціарів. Зрушення у напрямі виявлення реальних бенефіціарів у 2015 році сталися тільки у банківському секторі.

Якщо ж говорити про дійсно «публічні» компанії з високим рівнем корпоративного управління, то таких в Україні декілька десятків, а їх акції (чи їх холдингів), як правило, обертаються не всередині країни, а на Лондонській, Варшавській чи Франкфуртській фондових біржах. Компанії в Україні не особливо зацікавлені бути публічними – неліквідний фондовий ринок з високою вартістю позикового капіталу не є привабливим джерелом для фінансування. До того ж закритість компанії і демонстрація більш негативних результатів діяльності, ніж є насправді, дозволяють економити на податках, а також мінімізувати ризики «рейдерства» – поширеної практики порушення прав власності законних акціонерів з використанням силових і юридичних методів, часто межуючих між законністю і криміналом.

3. Низький рівень знань і інформованості населення про функціонування фондового ринку є стримуючим чинником розвитку цієї складової фінансового ринку. (напр. [36, с. 8, 13; 14, с. 133; 13, с. 144]) Багато в чому це пов'язано з відносно високими у світовому масштабі ставками по депозитах, пропонованих банками (Рис. Ж.12), а також практично з повною відсутністю торгової інфраструктури для дрібного інвестора, порівнянної по легкості і прозорості доступу з банківськими сервісами.

Частковий розвиток фондового ринку стримується через відношення до нього як до другорядного джерела залучення коштів з боку ключових державних діячів упродовж багатьох років, які неофіційно заявляють, що підприємствам, що приватизуються, потрібний в першу чергу стратегічний інвестор, а наявність великої кількості міноритаріїв «заважатиме реалізації стратегічних завдань по переоснащенню, реорганізації та розвитку». [27]

Зневага фондовим ринком викликана якістю і обмеженою різноманітністю самих фінансових інструментів, представлених на ринку. Якісні фінансові інструменти на ФР представляють дуже скупий набір, що пов'язано як з характеристиками національних емітентів цінних паперів (п. 1-2 вище), так і з обмеженнями на пропозицію фінансових інструментів. До останніх можна віднести відсутність на біржах іноземних ЦП у зв'язку з перепонами, що створюються в цій сфері валютним законодавством, низький рівень розвитку деривативів і спотових ринків валюти і сировини.

4. Відношення НБУ до операцій в іноземній валюті все ще базується на нормах початку 1990-х рр. і віддзеркалюють політику фіксованого валютного курсу за допомогою обмеження виведення валюти з країни. Це впливає на підхід до операцій з цінними паперами – для того, щоб резидент мав можливість придбати зарубіжний ЦП, який не обертається в Україні, потрібно отримати в НБУ індивідуальну валютну ліцензію [15, с. 393-395]. Для цього необхідно надати договір купівлі-продажу, довідку про наявність паперів на рахунку продавця, довідку про наявність грошей на рахунку покупця-резидента, а кошти, ЦП та ціна заморожуються на увесь термін отримання ліцензії, який на практиці перевищує 30 днів. Торгівля на біржі

допущеними до обертання в Україні зарубіжними ЦП можлива тільки через торговця, що має валютну ліцензію. Фізичні особи не можуть отримувати дивіденди в іноземній валюті, відповідно, для розподілу дивідендів депозитарна установа повинна мати валютну ліцензію НБУ.

Валютні обмеження перешкоджають й участі іноземних інвесторів в придбанні українських цінних паперів. Нерезиденти можуть купувати українські ЦП тільки за валюту у інших нерезидентів, в українських банків або профучастників з генеральною валютною ліцензією. Щоб купити за гривню, необхідно відкрити «інвестиційний рахунок» в українському банку, що пов'язано з тривалими бюрократичними процедурами. При цьому відомі випадки, коли на цей рахунок не можна отримати купонний доход або репатріювати прибуток. [45]

Жорстке валютне регулювання – це відповідь на недалекоглядну політику курсової стабільності в умовах від'ємного торгового балансу, зниження темпів економічного зростання й інституціональних проблем в економіці. Незначні валютні резерви, підвищена волатильність валютних потоків у/з країни з політичних причин та істотних змін цін на сировинні товари у світі не дозволяють у 2015 році повною мірою перейти до вільного курсоутворення і таргетування інфляції в якості політики НБУ. Проте, очевидно, 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, заспокоєння панічних настроїв населення, залучення іноземних інвестицій і, не в останню чергу, розумна інфляційна політика.

Таким чином, не можна оминати дискусії щодо проблем іншої важливої складової інвестиційного процесу – інфляції.

У спеціалізованій літературі по інвестиціях часто зустрічається думка, що в довгостроковій перспективі акції приносять позитивний доход, але як показують спостереження – це часто невірно. Для англосаксонських країн і

для країн, що не відчули особливих політичних і соціально-економічних криз, що послідовно дотримувалися ринкових принципів в економіці (США, Австралія, Англія, Канада, Нова Зеландія, Швейцарія), такий висновок скоріше є правильним (хоча і не для будь-якого періоду), але для інших, у тому числі, розвинених країн (Німеччина, Франція, Італія, Іспанія, Японія), що брали активну участь у Світових війнах, що відчували надмірний вплив уряду на економіку, це правило скоріше не виконується: як на багатьох 10-річних проміжках впродовж ХХ століття акції втрачали у вартості, так і за увесь, розглянутий в роботі Б. Рубцова, період 1929-1995 рр. [39, с. 53]

У Таблиці Ж.6 приведені значення індексів, що характеризують фондові ринки України, Росії, Польщі, з 1997 по 2015 рр. з поправкою на інфляцію. Значним потрясінням для Росії й України стала боргова криза 1998 року і світова фінансова криза 2008 року, при цьому фондовий ринок Росії постраждав сильніше, залишивши від первинних інвестицій в індекс у 1997 році тільки 30% у 2013 році. Хоча український ФР, що характеризується індексом ПФТС, і виріс в абсолютних значеннях на 200% до 2013 року, але з урахуванням інфляції втратив більше половини вартості. На обох ринках також відбилася політична криза, що супроводжувалася військовими діями на території України 2014-2015 рр., і падіння цін на нафту, що продовжило знецінення реальної вартості активів. Польський ринок практично не зачепили події 1998 року і він більше постраждав під час бульбашки на ринку акцій інтернет компаній початку нульових.

З детальною поведінкою реальної дохідності акцій розвинених ринків на довгих часових періодах можна ознайомитися в роботі Е. Дімсона, П. Маршу і М. Стантона [89]. (Таблиця Ж.5). Дійсно, на представлених даних видно, що у Франції, Німеччині і Японії існували тривалі періоди негативної кумулятивної дохідності – більше 50 років. Для США і Великобританії щонайдовші періоди негативної дохідності обмежуються 22 роками, що, втім, теж немало, щоб однозначно стверджувати, що акції сприяють збереженню коштів в довгостроковій перспективі.

5. Невід'ємною складовою сучасних фінансових ринків є деривативні інструменти. За своїм призначенням похідні інструменти спрямовані на створення механізмів захисту виробників і споживачів від цінових, кредитних та інших ризиків, дозволяючи управляти ризиками суб'єктам господарювання. Попри те, що деривати є дієвим механізмом страхування ризиків, їх використання в Україні досить обмежене: обсяги торгів по них складають менше 1% в 2014 р. серед усього обсягу торгів цінними паперами на українському фондовому ринку [38], тоді як на розвинених ринках обороти біржових торгів по деривативах можуть в десятки разів перевищувати обороти на ринку базисного активу.

Відсутність відкритого спотового валютного ринку, нездорова ситуація на ринках сировинних товарів, де діють більше 500 бірж, мала кількість якісних базових активів обумовлює маргінальне положення деривативів. Україна, будучи значним постачальником на міжнародному аграрному ринку, не має високоліквідних товарних бірж.

6. У попередніх розділах (1.2.,2.1.) відзначається величезна роль накопичувальних пенсійних систем в розвитку фондового ринку та ІСІ навіть в країнах, де на фондовому ринку традиційно активні індивідуальні інвестори. У цьому можна переконатися, подивившись на Рис. Ж.16: високе значення R^2 у регресії капіталізації ФР від розміру активів накопичувальної пенсійної системи підтверджує цю концепцію. Напрямок зв'язку залишається дискусійним питанням і скоріш за все є двостороннім (пенсійна система підштовхує розвиток ФР, а розвинений ФР допомагає розвитку накопичувальної пенсійної системи). Пенсійні фонди, у свою чергу, вкладають кошти клієнтів в ЦП ІСІ, акції, облігації, венчурні фонди, банківські депозити.

В Україні домінує солідарна пенсійна система, що зазнає серйозних труднощів, природа яких характерна і для розвинених країн, – несприятливі зміни в співвідношенні між працюючими і пенсіонерами. При цьому накопичувальна складова представлена тільки необов'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). У сусідній Польщі активи накопичувальної системи (обов'язкової і добровільної) складають 18%²⁶ ВВП і приблизно 50% від капіталізації ФР, в Угорщині – 4,2% від ВВП (після драматичного падіння з 15% в 2010 році), в Росії – 2,8% від ВВП, в США, Великобританії²⁷ і Канаді більше 70% від ВВП. [153]. Велика частина активів українських НПФ вкладені в грошові кошти (депозити) – 40%, вкладення у базові цінні папери фондового ринку (облігації підприємств, акції, державні цінні папери) складають 28%, 11%, 15% відповідно, вкладення в ЦП ІСІ – заборонені (без спеціального дозволу НКЦПФР) (Рис. Ж.15). Найбільший фонд – корпоративний фонд НБУ – 50% від усіх активів (65% у 2014 році). [38] 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.

До проблем, механізми виправлення яких умовно дозволяють класифікувати їх як «внутрішні» проблеми ФР, можна віднести такі.

1. Повноваження НКЦПФР досить обмежені в порівнянні з регулятором банківського сектора – НБУ. Американський регулятор КЦПБ має повноваження на проведення розслідувань по фінансовому шахрайству, порушення справи, накладання значних штрафних санкцій і його резолюції обов'язкові до виконання. НКЦПФР може максимум накласти штраф в декілька сотень тисяч грн, часто ці штрафи оспарюються в судах або не платяться шляхом використання інших механізмів. У НКЦПФР немає права направляти позови до суду. Тому НКЦПФР для проведення своєї роботи доводиться тісно взаємодіяти з Міністерством податків і зборів, НБУ, Прокуратурою, Міністерством фінансів. Законопроект, спрямований на фінансування НКЦПФР за рахунок учасників ринку, дозволить придбати їй необхідну незалежність від політичної влади і стати відкритішою до учасників галузі, а назріле посилення повноважень надасть необхідні інструменти.

²⁶ За даними на кінець 2013 року

²⁷ За даними на кінець 2012 року

2. Вже згадувана розрізненість інфраструктури фондових бірж і товарних бірж. Жодну з них не можна визнати такою, що відповідає міжнародним стандартам. Неясна структура власності бірж, незадовільні процеси розкриття інформації, відсутність практики боротьби з маніпуляціями цін – створює несприятливе середовище для нормального функціонування фондового ринку.

3. Практика маніпуляції цінами цінних паперів досить розповсюджена на численних біржах України. Причини цього явища обговорювалися раніше.

Цим переліком не обмежуються існуючі проблеми ФР, але їх розв'язання дозволило б закласти підвалини для здорового розвитку фондового ринку в середньостроковій перспективі. Крім того з'являються й інші проблеми, пов'язані з постійними процесами регуляторних змін і динамічністю самої природи ринку. До таких можна, наприклад, віднести введене помилково разом зі змінами до податкового кодексу оподаткування процентних доходів для ІСІ, оскільки інвестори платять податок на доходи при виході з фонду (у поточній ситуації ІСІ штучно неконкурентоспроможні через подвійне оподаткування); відтік іноземних інвесторів з ринку і, як наслідок, значне зниження ліквідності, й інші.

Окрім низки очевидних негативних наслідків, що витікають з перерахованих проблем, варто окремо сформулювати такі:

ІСІ й пенсійні фонди, будучи за своєю суттю «похідними» фінансовими інструментами (в тому сенсі, що представляють права власності на портфелі різноманітних активів, зокрема інших цінних паперів), для свого нормального функціонування вимагають наявності ринку якісних активів, частиною якого є базові цінні папери – акції, облігації. Тому не лише відсутність здорового інституціонального середовища стримує розвиток ІСІ, але в першу чергу – дефіцит якісних фінансових інструментів.

З точки зору індивідуального інвестора відсутність ФР не дозволяє громадянам здійснювати довгострокові накопичення іншим чином, окрім як в готівковій формі або на депозитах (при високій очікуваній інфляції – в

іноземній валюті) або, за наявності значніших закумульованих ресурсів, – на ринку нерухомості, сприяючи роздмухуванню бульбашок, а низький рівень фінансової грамотності створює ґрунт для процвітання фінансових пірамід і псевдо-інвестиційних інститутів.

Нерозвиненість ФР позбавляє вітчизняні банки і компанії можливості диверсифікувати джерела залучених коштів, обмежує можливості залучення саме довгострокових грошових ресурсів в національній валюті, а також зменшує можливості по використанню активів. Уряд вимушений частіше звертатися до зовнішніх джерел фінансування: з одного боку це надає короткострокові переваги по зменшенню витрат на обслуговування боргу, з іншого боку несе в собі ризики, пов'язані зі зміною валютного курсу.

Відсутність ФР, що притягає своїми можливостями для заробітку різноманітних інвестиційних фахівців, має ще одну малопомітну з точки зору внутрішньонаціонального спостерігача негативну особливість: в державі відсутній характерний для країн з розвиненим ФР широкий прошарок професійних економістів, аналітиків, журналістів, індивідуальних і інституціональних інвесторів (інвесторів, що користуються інструментами фондового ринку) та інших, пов'язаних з ними інститутів (аудит, лізинг, тощо), доход яких залежить від їх розуміння взаємодії галузей господарства, здатності до аналізу економічної ситуації і прогнозу економічних та фінансових показників. Це у свою чергу залишає економічну науку долею небагатьох вчених-теоретиків, в цілому знижує рівень економічної дискусії в суспільстві і робить можливим популізм політиків, що зрештою призводить до поспішних і непродуманих, іноді лоббістських, рішень уряду по відношенню до бізнес-середовища (як то рента на здобич вуглеводнів 2014, «заборона на експорт необробленої деревини», обмеження в торгівлі, тощо).

3.2. ІСІ на фінансовому ринку і напрями подальшого розвитку

До перших ІСІ в сучасній Україні можна віднести трастові компанії і довірчі фонди (1994–1995 рр.). У зв'язку із загальним правовим «безладом» і законодавчою неурегульованістю діяльності ІСІ зокрема, велика частина з них

розорилася або через некомпетентність керівництва, або через пряме шахрайство. Оскільки не рідкісні були випадки побудови фінансових пірамід, то і після чверті століття у населення «трастові компанії» асоціюються з фінансовим шахрайством.

Відлік важливого етапу розвитку ІСІ можна почати з 2001 року, коли регулювання громадських стосунків у сфері колективного інвестування за допомогою численних указів і нормативно-правових актів було оновлене і об'єднане в законі «Про ІСІ» [10]. Фактично це була перша спроба системного підходу до правового регулювання і правил функціонування ринку ІСІ. Ухвалення нового закону «Про акціонерні товариства» у 2008 році і еволюція ІСІ за кордоном привели до необхідності оновлення закону «Про ІСІ». Прийнятий у 2012 році з великим запізненням по відношенню до потреб ринку новий закон «Про ІСІ», що почав діяти у 2014 році на даний момент визначає правові та організаційні основи діяльності ІСІ, класифікує організаційні типи, встановлює особливості управління активами, визначає можливий склад таких активів, порядок розкриття інформації про їх діяльність, особливості емісії, обігу, обліку та викупу цінних паперів ІСІ. (Рис. Ж.17)

Аналіз закону дозволяє стверджувати, що він є достатнім або навіть надмірно зарегульованим стосовно таких питань як: створення та функціонування ІСІ, особливості діяльності органів КІФ, обіг цінних паперів, подання звітності, але в той же час захист прав інвесторів, інформаційна прозорість і критерії управління ІСІ залишилися практично нерегульованими. [44] До того ж прописана в законодавстві модель венчурного ІСІ є невдалою: попри те, що в законі прописані вимоги за змістом активів, жорсткість яких взагалі нехарактерна для принципу венчурного інвестування, вони масово використовуються для інших цілей.

Проведений аналіз законодавчої класифікації ІСІ (Рис. Ж.17, Примітка до Рис. Ж.17) показує, що біржові ІСІ, які передбачені цим законом, відповідають основним характеристикам Exchange-Traded Funds (БФ) в загальноприйнятому сенсі і можуть вважатися їх українськими аналогами.

Звичайно, враховуючи обмеження на структуру активів, вони не відображають усієї існуючої у світовому масштабі різноманітності БФ²⁸.

Створення синтетичних БФ не передбачено законом – відхилення в пропорції активу у складі портфеля фонду від пропорції активу у складі відповідного індексу не повинно перевищувати 10% (Примітка Ж.1). «За винятком випадків, коли інше дозволене НКЦПФР». Також не передбачена можливість створення біржових фондів з використанням левереджу (leveraged ETFs). Що на початковому етапі появи цих інструментів, враховуючи рівень розвитку фондового ринку, погано прогнозовані наслідки розвитку синтетичних і leveraged ETFs, є скоріше позитивним фактом. Також немає можливості створювати активно-керовані біржові ІСІ, але і на тих ринках, де біржові фонди не є новинкою, активно-керовані фонди з'явилися не відразу.

Якщо проаналізувати кількісні показники розвитку ІСІ в Україні, то перше, що привертає увагу, що більше 90% активів ІСІ – це активи венчурних фондів. (Рис. Ж.18) Як вже йшлося, поширені зарубіжні класифікації ІСІ, як правило, не відносять венчурні фонди до ІСІ, а в українському законодавстві їх діяльність регулюється саме законом про ІСІ.

Саме активи невенчурних фондів має сенс порівнювати з активами ІСІ в інших країнах²⁹. Якщо розглянути окремо показники невенчурних ІСІ, то видно, що їхні активи за весь період спостережень з 2006 по 2015 рік не перевищували 1% ВВП (Рис. Ж. 19). Це є вкрай низьким показником, і відносить Україну до країн, де практично не розвинена індустрія ІСІ. У цьому можна переконатися, поглянувши на Рис. А.4. Значення для таких країн ОЕСР, як США, Великобританія, Франція, Німеччина, перевищують 40%. Польща, яка почала проводити ринкові реформи практично одночасно з Україною, має показник рівний 8%³⁰. Україна ж перебуває в одному ряду з Росією, Грецією, Естонією. До того ж, розміри активів невенчурних ІСІ в Україні складають усього 2% від загальної суми депозитів громадян, тобто, ресурс для інвестицій є, але він традиційно знаходить притулок в банківських продуктах.

²⁸ що витікає зі статті 48: «Склад і структура активів інституту спільного інвестування»

²⁹ Або активами відкритих інвестиційних фондів, як замітника цього показника.

³⁰ На кінець 2013 року.

Фінансова нестабільність 2014-2015 рр. на фінансовому ринку України відбилася і на індустрії ІСІ – в ці роки зберігаються негативні темпи зростання кількості ІСІ в управлінні. Це відбувається вдруге з часу зародження індустрії з урахуванням аналогічної ситуації в 2009 році. Більш активне скорочення кількості КУА формує тенденцію повільного зростання концентрації в галузі управління активами ІСІ (Рис. Ж.21).

Високі темпи зростання активів ІСІ, як венчурних, так і невенчурних, до світової фінансової кризи 2007-2008 рр. значно знизилися після того, як наслідки цієї кризи відбилися на економіці і фінансовому ринку України. Проте, зростання активів венчурних ІСІ тривало весь спостережуваний період не зважаючи на уповільнення темпів зростання економіки у 2012-2013 рр. і падіння у 2014-2015 рр., і, що показово, не дивлячись на значне падіння ФР.

До світової фінансової кризи 2007-2008 рр., яка, як продемонстровано в розділі 3.1 (наприклад, Табл. Ж.6), значно вплинула на ФР України, всі типи невенчурних ІСІ демонстрували високі темпи зростання активів. Більша частина невенчурних ІСІ є закритими фондами (понад 80% активів в період 2005-2015 рр.), а точніше – закритими недиверсифікованими фондами (Рис. Ж.19, Табл. Ж.8). Вони визначають загальну динаміку активів невенчурних ІСІ (Рис. Ж.20): також як і венчурні фонди вони зазнали більш ніж чотирикратного зменшення темпів зростання з 2006 по 2009 рік, але на відміну від венчурних фондів у 2013 і 2015 роках спостерігалось зменшення активів.

Пікове значення активів інтервальних фондів було досягнуто в 2009 році – 256 млн. грн. Надалі спостерігалось стійке зменшення розміру активів. Динаміка відкритих фондів в посткризовий період з 2008 по 2015 рік виявилася негативною за винятком 2010 року і показала найгірші результати в порівнянні з іншими типами фондів. Це очікувано, оскільки відкриті фонди, маючи опцію погашення своїх акцій на вимогу, найбільш уразливі до настрою інвесторів, які в посткризовий період не мали ґрунту стати позитивними. З іншого боку, саме відкриті фонди найбільш поширені в світі серед інших типів ІСІ при залученні коштів масового інвестора. Будучи потужним інструментом для залучення коштів в інших країнах, в Україні вони практично не

використовуються – активи відкритих фондів навіть на піку ринку в 2008 році досягали всього 593 млн. грн. [11] або 0,06% ВВП. До кінця 2015 року активи відкритих фондів зменшилися в порівнянні з піком більш ніж у 10 разів – до 55 млн. грн. [49]. Темпи зменшення активів, що прискорювалися в період 2011-2014 рр., стали наслідком як знецінення активів в портфелях фондів, так і відтоку інвесторів через песимістичні настрої. (Рис. Ж. 21)

Показово, що серед невентурних ІСІ найбільш поширені закриті недиверсифіковані фонди (Табл. Ж.8). Саме закриті ІСІ були єдиними інституційними інвесторами, що були допущені до приватизації в Україні на перших етапах. [18, с.113] Закриті недиверсифіковані фонди мають менш жорсткі законодавчі вимоги щодо диверсифікації активів, тобто, більш спеціалізований портфель. Інвестуючи на кінцевий термін і маючи низький рівень диверсифікації, вони є більш ризиковими для інвесторів, але і, ймовірно, більш прибутковими. Превалювання закритих фондів над відкритими було характерно для США до 40-х рр. ХХ-го століття, але високоліквідний ФР і переваги відкритих фондів для інвесторів забезпечили їм більшу популярність. Відсутність ліквідного ФР стримує розвиток відкритих фондів в Україні, і в таких умовах саме закриті фонди стають драйверами зростання індустрії ІСІ в загальноприйнятому розумінні.

З одного боку популярність закритих недиверсифікованих фондів в Україні може свідчити про зацікавленість інвесторів в ІСІ через більш високу прибутковість, оскільки, як продемонстровано в роботі [35, с.86], фонди такого типу показали більшу прибутковість у 2007-2010 рр., ніж інші типи фондів (за винятком венчурних) і інвестицій. З іншого боку, це разом із масштабами поширеності ІСІ свідчить про те, що навіть невентурні ІСІ цікавлять тільки обізнаних інвесторів (які готові використовувати вузькоспеціалізовані і більш ризикові інструменти), а не масового інвестора з метою формування диверсифікованого портфеля активів для накопичення.

Аналіз структури ВЧА за типами інвесторів дозволяє краще зрозуміти поширеність цього фінансового інструменту. Серед інвесторів венчурних ІСІ, очікувано, домінують юридичні особи – більше 94% ВЧА. Фізичні особи серед

власників невенчурних ІСІ представлені більше, ніж серед венчурних. Після відтоку інвесторів в період фінансової кризи 2007-2008 рр. спостерігається стійка тенденція до збільшення частки фізичних осіб серед інвесторів закритих ІСІ, а в останні два роки – відкритих ІСІ (Рис. Ж.23). Проте, навіть 34% у володінні фізичних осіб, які спостерігаються в кінці 2015 року, від ВЧА усіх невенчурних фондів (9,95 млрд. грн. [49, с.9]) становить лише 3,38 млрд. грн., що є вкрай низьким рівнем у порівнянні з іншими фінансовими активами. Наприклад, це становить менше 1% від банківських депозитів фізичних осіб або порівнянно з розмірами активів середнього українського банку з другого-третього десятка за розмірами активів, і, відповідно, свідчить про низький рівень поширеності ІСІ серед населення.

Особливістю, не відображеною на Рис. Ж.23, є також зростання частки нерезидентів юридичних осіб серед інвесторів ІСІ. В останні два роки вони значно збільшили свою частку в закритих (зокрема, в венчурних) фондах і в меншій мірі – у відкритих та інтервальних фондах. В абсолютному значенні збільшення вкладень відбулося в закритих, інтервальних і венчурних типах фондів в цілому на 4,57 і 4,99 млрд. грн. у 2014 і 2015 роках відповідно. Незначне збільшення вкладень відбулося в цей період і з боку зарубіжних інвесторів-фізичних осіб. [49, с. 13] Це може свідчити про позитивне сприйняття обізнаними інвесторами стабілізації кризових явищ на фінансовому ринку України та підвищення його привабливості.

Слабкі результати розвитку ІСІ пов'язані з динамікою фондового ринку як мінімум в тій мірі, в якій вони інвестують в цінні папери фондового ринку. Серед активів портфелів відкритих і інтервальних фондів переважають цінні папери – більше 65% і 70,6% відповідно. Серед активів закритих фондів частка цінних паперів менша 30%, а вагому частину складають інші інвестиції. Висока частка акцій серед цінних паперів (37,0% і 64,1% відповідно), які більш волатильні, ніж облігації в умовах фінансової нестабільності, зробила свій внесок, як в високі темпи зростання до фінансової кризи 2007-2008 рр. відкритих і інтервальних фондів, так і в негативні темпи зростання в період 2009-2015 рр. (Рис. Ж. 21) [49, с.15] Нехарактерною картиною з точки зору

розвиненого ринку є висока частка дебіторської заборгованості і грошових коштів в активах невенчурних фондів. (Рис. Ж.14). Зрозуміло, що це виправдано в умовах, коли відбувається стиснення фондового ринку. При чому стиснення відбувається не тільки в вартісному вираженні (Табл. Ж.6), але і за кількістю доступних інструментів – списки біржових цінних паперів скоротилися на 14% тільки за 2015 рік, при цьому найбільше скорочення відбулося серед акцій (-68%) і корпоративних облігацій (-56%). На кінець 2015 року кількість акцій першого рівня лістингу – 1, другого рівня – 64. [49, с. 2]

Відсутність якісних ЦП стримує розвиток в першу чергу відкритих і інтервальних фондів, які в світі, як правило, інвестують в акції та облігації. В кінці 2015 року серед фондів з публічною місією існує тільки 1 чистий фонд облігацій, 11 чистих фондів акцій, і 22 фонди змішаного типу. [49, с.5-6]

При детальному аналізі структури портфелів активів венчурних фондів виявляється, що велика частина активів венчурних фондів – дебіторська заборгованість, інші інвестиції, векселі (Рис. Ж.14), хоча завдання венчурного інвестування – сприяти інноваційному високоризиковому підприємництву в обмін на частину бізнесу і можливість отримання прибутку у разі успіху.

Проте, реалії ринку в Україні привели до іншої ролі венчурних фондів – найчастіше вони використовуються як холдингова структура для активів фінансово-промислових груп і оптимізації фінансових потоків, оскільки мають певні податкові переваги. Тобто, у їх основі лежить не ідея спільного інвестування – часто вони створюються під одного клієнта і віддають перевагу короткостроковим проектам або фінансовим схемам. Якщо проаналізувати структуру найбільших венчурних фондів в країні, то виявляється, що більшість з них використовуються як інструмент спільних інвестицій і оптимізації оподаткування у будівельному, фінансовому й аграрному секторі. В той же час в Європі активи венчурних фондів в основному представлені в галузях, які куди більше асоціюються з інноваціями: біотехнологія, комп'ютери і електроніка, телекомунікації, альтернативна енергетика, споживчі товари і ритейл. [30; 176]

До фондів, які займаються реальними інноваційними проектами, можна віднести, наприклад, такі як AVentures Capital, TA Venture, Vostok Ventures, Dekarta Capital, Chernovetskyi Investment Group, «Україна», SigmaBlazer, Western NIS Enterprise Fund. Часто інноваційні фонди вимушені використовувати зарубіжну, офшорну юрисдикцію при роботі в Україні, що, втім, має місце і в інших країнах. [12, с. 40] Основні напрями для інвестицій – інтернет, телекомунікації, електронна комерція, онлайн фінансові послуги, онлайн туризм, розробка програмного забезпечення, як найменш регульовані державою і в меншій мірі залежні від недосконалості інституціонального середовища, до якого сприйнятливіша виробнича діяльність.

Проблемою такого перекосу у використанні ІСІ, очевидно, являються неточне визначення поняття венчурного інвестування, непрозорість власників і афільованих сторін підприємств, доповнені мовчазною згодою регуляторних органів стосовно поточного стану речей. І дійсно, поняття «венчурний бізнес» зустрічається у багатьох законодавчих актах України, але ніде не визначена суть, функції і принципи діяльності венчурного підприємства, а кінцеві бенефіціари компаній стали відомі тільки у банківському бізнесі в 2015 році.

З огляду на це недоречними є рекомендації державної підтримки, фінансових гарантій або тим більше державних інвестицій щодо індустрії венчурних фондів [12, с. 44; 1]. Реальне венчурне інвестування – один із з найбільш ризикових напрямів для інвестицій, втім, ризик компенсується високою дохідністю. Як і у випадку з інвестиційними операціями банків (що обговорювався в розділі 2.1) інвестори отримують більш високу дохідність згідно з рівнем ризику. І абсолютно недоречною буде спроба перекласти частину ризиків на державу в особі платників податків. Пряма участь держави в інвестиційній діяльності, хоч і використовується іноді за кордоном, при наявному рівні інституціонального розвитку державного управління, професіоналізму державних службовців, рівню зарплат, відкритості і корупції виглядає безперспективним для галузі і небезпечним для бюджету.

Становище венчурних компаній в Україні можна покращити шляхом забезпечення прав інтелектуальної власності згідно зі світовими практиками.

Необхідною умовою є також наявність ліквідного ФР, оскільки його механізми є одним з можливих варіантів виходу венчурних фондів з підприємств, що досягли стабілізації і стійкого зростання. Втім, цей варіант знаходиться в одному ряду з прямим продажем стратегічним інвесторам, як правило, зарубіжним, для яких часто важливе верховенство права в державі.

В Україні як раніше [133], так і зараз, у 2015 році, 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. (Рис. Ж.9). За оцінками експертів від 30 до 50 млрд. дол. знаходиться на руках у населення (за іншими оцінками – більше 100 млрд. дол.), не кажучи вже про капітали, виведені за рубіж [28].

У опитуванні 2008 року 35,5% респондентів (з 29,9%, що на момент опитування взагалі чули про ІСІ), заявили, що вважають для себе можливим інвестувати в цінні папери ІСІ [36, с.11]. На основі цих даних автором роботи [35, с.149] була зроблена оцінка потенціалу вкладень в ІСІ з боку фізичних осіб у розмірі 38,8 млрд. грн. при умові збереження частки потенційних інвесторів і прийнятної для них суми вкладу з цього ж опитування. На 2008 рік це в 8,5 разів перевищувало розмір наявних активів невенчурних ІСІ.

Незначна інвестиційна активність фізичних осіб на фондовому ринку пов'язана як з низьким рівнем фінансової грамотності населення (наприклад, про ІСІ ніколи не чули 69,3% опитаних у 2008 році [36, с.12]), невеликими доходами порівняно з витратами, і схильністю до вкладень у валюту і банківські депозити (як такі що з'явилися раніше і є стабільнішими і зрозумілішими), що склалася за роки реструктуризації планової економіки, так і із специфікою розвитку фондового ринку: слабкістю фінансових інструментів, низькою довірою до українських цінних паперів, обмеженістю пропозиції якісних активів, неможливістю вкладень в іноземні цінні папери, нерозвиненістю консультаційних центрів та системи додаткової (позашкільної, позауніверситетської) фінансової освіти.

Стан, в якому знаходяться ІСІ в Україні, в першу чергу пов'язаний із середовищем, в якому вони функціонують, тому перспективи розвитку ІСІ в першу чергу залежать від оздоровлення фондового ринку України. Окреслене в попередньому підрозділі коло проблем фондового ринку для свого вирішення вимагає як державної, так і приватної ініціативи. Далі обговорюється специфіка і даються рекомендації по 7 проблемним пунктам, які можуть покращити становище фондового ринку та ІСІ. Ці пункти можна умовно розділити на кілька напрямів

державної політики:

- покращення інституціональної основи та макроекономічного становища: п. 1 (покращення захисту прав власності), п. 2 (проведення корпоратизації державних підприємств, і подальшої приватизації), п. 3 (покращення фінансової освіти громадян), п. 5 (бюджетна стабілізація, таргетування інфляції та валютна лібералізація);

- заходи щодо покращення роботи фондового ринку та ІСІ зокрема: п. 4 (розширення пропозиції фінансових активів за рахунок подвійного обертання), п. 5 (розширення пропозиції фінансових активів за рахунок доступу до зарубіжних ЦП), п. 6 (законодавче впровадження другого рівня пенсійної системи);

приватної ініціативи:

- напрями роботи для приватного сектору: п. 2 (лобіювання приватизаційних процесів, участь у приватизації, покращення корпоративного управління); п. 3 (участь у інформаційній кампанії); п. 4 (залучення до процесу подвійного обертання акцій); п. 6 (лобіювання впровадження другого рівня НПФ, розширення пропозиції НПФ); п. 7 (спрощення доступу на фондовий ринок для потенційних інвесторів).

1. Перше, на чому слід було б зосередитися з точки зору держави, – це надійний захист прав власності: некорумповані силові структури, судова система, що має довіру, законодавство, що відповідає міжнародним практикам. Перетворення в цих сферах будуть найбільш довгими і складними в порівнянні з іншими і можуть включати як поступову еволюцію наявних

старих інститутів, так і більш неординарні кроки, на зразок міжнародного аутсорсинга судової системи – тимчасового визнання юрисдикції певної частини судової системи країни-донора з розвиненою судовою системою. Вжиття будь-яких інших заходів щодо розвитку ФР неодмінно нівелюватимуться цією проблемою.

2. Окрім доопрацювання регуляторного законодавства з корпоративного управління в питаннях захисту інтересів інвесторів, прозорості структури власності, звітності компаній і відповідальності менеджменту за завдання шкоди власникам, поліпшенню корпоративних практик сприятиме вихід на національний ринок зарубіжних корпорацій і супутніх сервісів – страхування, аудит, консалтинг, інвестиційно-банківські послуги. Конкуренція на ринку, обмін фахівцями і досвідом – найшвидший шлях набуття досвіду ефективного корпоративного управління. Первинні кроки можуть бути зроблені шляхом запуску процесів корпоратизації державних підприємств з прицілом на приватизацію стратегічними інвесторами, надалі – залучення стратегічних інвесторів шляхом створення сприятливого регуляторного середовища для створення нових підприємств і поглинання існуючих з неефективними моделями бізнесу. Зміна основної цілі підприємств будь-якої форми власності – зі збільшення прибутку на збільшення вартості компанії (а також відхід від соціальних або стратегічних функцій, як у багатьох держкомпаній) – стане маркером, що знаменує перехід корпоративного управління на новий рівень.

3. Над підвищенням фінансової грамотності населення державні структури можуть працювати через систему освіти, включивши відповідні економічні дисципліни в шкільні й університетські програми і проводячи роз'яснювальну роботу в ЗМІ, інформуючи про можливості паралельної банківської системи – про інститути ФР, фінансові інструменти для збереження коштів, накопичувальну пенсійну систему. З іншого боку, не менш важливою є участь інвестиційних компаній – учасників галузі, яка може проявлятися в показі пізнавальних телепередач, проведенні форумів, встановленні стипендій по актуальних спеціальностях, програмах по

стажуванню, студентських і шкільних змагань, на кшталт існуючого CFA Institute Research Challenge або «Біржової Універсиади», організовуваною ІГ «УНІВЕР» і «Українською біржею».

4. Поліпшення корпоративного управління компаній посприє появі якісних фінансових інструментів, але це не швидкий процес. Вже існуючі цінні папери фактично українських компаній, зареєстрованих в зарубіжній юрисдикції і які торгуються на WSE, LSE і NYSE, до недавнього часу були недоступними українському інвесторові, хоча відповідають високим корпоративним стандартам і на них є попит. Запущений на початку 2015 року пілотний проект з подвійним обертанням акцій Ukrproduct Group Ltd і GDR на акції компанії МНР S.A. має на меті саме виявлення і розробку механізмів усунення обмежень доступу національних інвесторів до якісних іноземних ЦП компаній з українськими активами в найближчому майбутньому.

Швидше за все, в середньостроковій перспективі українським компаніям простіше і дешевше буде залучати кошти на іноземних майданчиках, ніж на національному фондовому ринку. Тому «подвійний лістинг» стане механізмом участі українських приватних і інституціональних інвесторів при розміщеннях ЦП українських компаній на зарубіжних майданчиках, механізмом доступу до ЦП, що вже обертаються, і дозволить реалізувати програми мотивації менеджменту за допомогою опціонів на акції.

5. Серйозним стримуючим чинником появи інших нових якісних інструментів на українському ринку в короткостроковій перспективі є валютне законодавство. У перспективі необхідно домогтися наступної лібералізації у валютному законодавстві: відмінити вимогу наявності валютних ліцензій для операцій з іноземними цінними паперами інституціональним і індивідуальним інвесторам, у тому числі, депозитарним установам; зняти обмеження на отримання резидентами доходів від іноземного емітента (дивіденди, відсотки, викуп, погашення тощо), у тому числі, в іноземній валюті; усунути існуюче обмеження для нерезидентів здійснювати угоди з іноземними цінними паперами з оплатою в гривні. Це не повний перелік кроків, які потрібно буде виконати для реалізації

запланованого в «Комплексній програмі розвитку фінансового ринку України до 2020 року» скасування обмежень на оборот іноземних цінних паперів в Україні. З іншими необхідними заходами у сфері регуляторного законодавства можна ознайомитися в концепції учасників галузі по лібералізації обертання ЦП [46].

Вжиті заходи повинні дозволити не обмежувати вибір лише ЦП тих емітентів, які пройшли тривалу процедуру узгодження з НКЦПФР за схемою «подвійного лістингу», а надавати можливість інвестувати у будь-які ЦП іноземних компаній.

Автори, що досліджують питання лібералізації руху капіталу відмічають, що важливою умовою успішності заходів у цій сфері є також обґрунтована макроекономічна політика і поєднання зусиль щодо зміцнення фінансової системи та інших реформ. Без координації цих напрямів лібералізація може підвищити уразливість по відношенню до кризових явищ. [15, с. 299]

Але без радикальної зміни монетарної політики НБУ – зосередження на цінній, а не курсовій стабільності, малоймовірно, що НБУ піде на вказані заходи, що в свою чергу не дозволить швидко розширити асортимент якісними цінними паперами зарубіжних емітентів.

Огляд катастрофічного впливу інфляції на накопичення, проведений в розділі 3.1, окрім висновку про необхідність диверсифікації по типах фінансових інструментів наголошує на важливий висновок, що обмеження для ІСІ на вкладення тільки в національні ЦП для країн із слабким ФР і відсутністю тривалих традицій прав власності (тобто, фактично обмеження на диверсифікацію по країнах) є дуже ризиковим і суперечить первинній функції ІСІ – збереженню і примноженню інвестицій клієнтів.

Такі обмеження часто виправдовуються необхідністю контролю за валютним відтоком (для стабілізації курсу національної валюти) або іншою, вторинною функцією ІСІ – залученням коштів для реального сектора економіки саме національного власника. Очевидно, що при такому підході в гонитві за побічними (вторинними) функціями ІСІ – інвестиціями в

національне виробництво – забуваються первинні цілі найголовнішого учасника процесу – інвестора. Фактично інвестор несе додаткові ризики, нав'язані державою, не маючи можливості диверсифікувати портфель активів по географічному або іншим принципам або поповнити його якісними активами. Крім того, міжнародна диверсифікація активів ІСІ дозволяє отримувати доходи громадянам і згладжувати споживання в умовах економічного спаду усередині країни (якщо він виявиться незв'язаним з економічними циклами в країнах-реципієнтах інвестицій) і зрештою має позитивні наслідки для економіки.

З вищесказаного випливає важлива рекомендація для регуляторних органів, якої дотримуються управляючі активами, що використовують підхід «розумного інвестора» – необхідність законодавчої можливості здійснювати географічну диверсифікацію активів портфеля ІСІ³¹ та пенсійних фондів.

Факти свідчать, що інфляція є серйозною загрозою для тих, хто обирає фінансові активи для заощадження. Фінансові активи в національній валюті розглядатимуться як альтернатива вкладенням в нерухомість і валютні депозити, тільки після декількох років помірної інфляції, прогнозованої і відповідальної бюджетної політики і припливу іноземних інвестицій.

Уряд у рамках програми економічних реформ на 2010-2014 рр. заявляв курс на макроекономічну стабілізацію, одним з основних напрямів якої було цілеспрямоване зниження темпів інфляції з 2010 року і облікової ставки НБУ. (Рис. Ж.11) Цей процес був з самого початку приречений на невдачу, оскільки упродовж декількох років спостерігався значний негативний рахунок поточних операцій, ЗВР витрачалися для підтримки курсу, був присутнім високий рівень забюрократизованості економіки і, як наслідок, – корупції, до того ж цей процес був перерваний політичною й економічною кризою.

Якщо виключити немонетарні чинники інфляція, на які уряд має обмежений вплив (хоча і їх теж можна усувати, мінімізуючи споживання найбільш схильних до інфляції товарів, наприклад, послідовно знижуючи

³¹ Можливість інвестицій в зарубіжні ЦП законодавчо передбачена тільки для деяких видів ІСІ. [див. статтю 48 ЗУ «про ІСІ»]

споживання вуглеводнів на одиницю виробленої продукції, диверсифікуючи джерела енергії), то залишається кредитно-грошова й бюджетна політика. Питання кредитно-грошової політики є глибоко спеціалізованими, і в рамках цієї роботи немає сенсу на них детально зупинятися, відмітивши лише, що методології для проведення зваженої кредитно-грошової політики давно розроблені, і хоч на теоретичному рівні є предметом дискусії між монетарною і австрійською економічними школами, проте, активно застосовуються розвиненими країнами з більш-менш задовільними результатами. Що стосується бюджетної політики, то для України це питання стоїть гостріше, оскільки історично дефіцит держбюджету по відношенню до ВВП складав в середньому 7,9% в перші 6 років незалежності, 3,7% за увесь період спостережень (1992-2014 рр.), в період 2010-2014 рр. знову досягнувши рекордних величин з середнім значенням у 4,2%³² через велику різноманітність соціальних зобов'язань, що не відповідають можливостям, і вагомої частки державного сектора в економіці, який МВФ, за допомогою показника державних витрат, оцінює в середньому в 47% ВВП за останні 5 років (що виводить Україну в 20-ку країн з найвищими витратами³³ серед яких велика частина – розвинені країни з низькими темпами зростання економіки), а з урахуванням дефіциту Нафтогазу в 2014 році – Україна потрапляє в десятку з показником більше 50% ВВП. Адже способи покриття дефіциту є причиною інфляції з супутніми негативними явищами для інвесторів, описаними вище, і, відповідно, стимулюють перетікання заощаджень у валюту (що посилює тиск на курс національної валюти) або в нерухомість. Таким чином, враховуючи обмежені можливості країни у збільшенні зовнішнього боргу, усунення бюджетного дефіциту є неодмінною умовою стабілізації і стійкого зростання економіки загалом і розвитку фондового ринку та ІСІ зокрема.

Як попереджав М. Фрідман, зниження темпів інфляції завжди супроводжується проміжним хворобливим періодом уповільнення

³² Згідно з даними Держстату по дефіциту Держбюджету. Згідно з оцінками фахівців ці дані не включають ще ряд урядових витрат пов'язаних з НАК "Нафтогаз", Фондом гарантування вкладів, і реальний дефіцит бюджету складає близько 13% ВВП у 2014 році (розраховано автором на основі [56], також див. звіт МВФ [127, с. 48]).

³³ Розрахунки автора на підставі бази даних МВФ.

економічного зростання і збільшенням безробіття (спостережуваного в Україні в 2012-2013 рр. по цій та ряду інших причин), і тільки після проходження цього етапу послідує активізація економіки на «здоровішій» основі. [52, с. 311]. І хоча політична криза і військовий конфлікт в Україні 2014-2015 рр. відсунули перспективу макроекономічної стабілізації, збільшивши інфляцію до двозначних показників, варто очікувати, що в середньостроковій перспективі у міру політичної стабілізації, відновлення економічного зростання і приведення енерготарифів в країні до ринкових цін, скорочення дефіциту бюджету, враховуючи нові завдання НБУ – таргетування інфляції, й програму співпраці з МВФ, – гривня повернеться до низьких темпів інфляції.

У міру усвідомлення економічними агентами нових реалій низької інфляції, почнуть знижуватися процентні ставки за кредитами і депозитами, у величину яких включені серед іншого (згідно теорії І. Фішера) розмір інфляції, так і ризики курсових коливань. Зниженню вартості позикових ресурсів також повинна сприяти угода об асоціації з ЄС, полегшення умов ведення бізнесу, вихід на ринок банків з іноземним капіталом й інші реформи, які можуть збільшити приплив інвестицій у країну.

Тиск на процентні ставки здійснюється і внутрішнім ресурсом: у банківській системі України і у ряді ФПГ накопичені значні кошти. З 2005 року депозити домашніх господарств в Україні як в гривні, так і в іноземній валюті збільшувалися щорічно в середньому на 16-22% (Рис. Ж.9), що вище, ніж ставки по депозитах.

Усе вищесказане буде впливати на депозити для населення у бік зменшення процентних ставок і в середньостроковій перспективі повинно привести до вирівнювання процентних ставок до рівня ставок банків Європи і США, де ставки по депозитах в середньому рідко, коли перевершують 2% у 10-х рр. ХХІ ст. (Рис. Ж.12). Це у свою чергу приведе до підвищення зацікавленості в інших, альтернативних джерелах збереження і примноження коштів: ринку цінних паперів, нерухомості, предметах антикваріату тощо. До цього етапу важливо мати більш високий рівень теоретичної фінансової

грамотності населення, збільшити пропозицію нових фінансових продуктів, провести популяризацію наявних.

6. Зв'язок між накопичувальною пенсійною системою і розвиненим фондовим ринком вже відмічався у цій роботі. Світовий досвід організації соціального забезпечення підказує, що виплати по накопичувальних пенсійних системах, як правило, не замінюють, а доповнюють гарантовані державою виплати за віком або втратою працездатності, на кшталт поширених в континентальній Європі солідарних систем.

Оскільки в Україні НПФ не отримали широкого поширення то багатьма фахівцями висловлюється ідея введення обов'язкових відрахувань в накопичувальну пенсійну систему – як інструмент розвитку національного фондового ринку і боротьби з недоліками солідарної системи. При виборі моделі обов'язкової накопичувальної пенсійної системи необхідно враховувати позитивний і негативний досвід інших країн, який підказує, що між гарантованими державою централізованими фондами і приватними пенсійними фондами з жорсткою регламентацією різноманітних інвестиційних стратегій, що конкурують між собою за клієнтів, вибір прийнятніше робити на користь другого варіанту.

Відсутність традицій пенсійних накопичень, етатистська спрямованість існуючої системи соціального забезпечення, недовіра до фінансової системи в цілому з боку громадян, низький рівень доходів – чинники, які стримують розвиток накопичувальної пенсійної системи на добровільній основі. За умови обґрунтованого підвищення довіри до фінансової системи (тобто, її фактичного оздоровлення) можна рекомендувати підхід, що передбачає стимулювання розвитку накопичувальної пенсійної системи (і, як наслідок, фондового ринку) шляхом введення обов'язкових відрахувань для працюючих на індивідуальні пенсійні накопичувальні рахунки.

Обговорюваний зараз в регуляторному середовищі проект обов'язкових відрахувань у 2% від заробітної плати виводитиме на пенсійний ринок 12 млрд. грн.³⁴ щорічно (без урахування зростання «білої» з.п.), що в 5 разів

³⁴ за оцінками на кінець 2014 р.

більше існуючих на кінець 2014 року активів пенсійних фондів, порівнянно з активами невентурних ІСІ і складає 6-12% від капіталізації фондового ринку (у залежності від оцінок капіталізації).

Враховуючи, що капіталізація активів на фондовому ринку знаходиться на мінімальних історичних значеннях, викликаних у тому числі й відтоком інвесторів, приплив коштів швидше вплине позитивно і в короткостроковій перспективі не викличе розростання фінансової бульбашки. Але у міру зростання активів, вже через 2-3 роки, стане актуальним розширення пропозиції фінансових інструментів і виникне питання про наявність відповідної інфраструктури – необхідної кількості кваліфікованих фахівців, здатності регуляторних органів здійснювати адекватний нагляд.

Але, що можна сказати точно: введення обов'язкової накопичувальної пенсійної системи не гарантує формування здорового ФР. У відсутності якісних фінансових інструментів активи спрямовуватимуться або в державні облигації (що просто перекладає зобов'язання на наступні покоління і принципово не відрізняється від солідарної пенсійної системи по суті, лише за формою) і банківські депозити (до яких у громадян і так простий доступ), або в сміттєві цінні папери і активи (негативним прикладом може служити найбільший НПФ України – НПФ Національного банку, а також, шахрайство з пенсійними накопиченнями в Росії [32, 6, 51]). А вихід з малоліквідних активів буде здійснюватися зі значним дисконтом.

Повноцінний розвиток накопичувальної системи можливий тільки паралельно або після формування хай і невеликого, але розвиненого фондового ринку з різноманітними ліквідними інструментами, якісним корпоративним управлінням компаній і надійним захистом прав приватної власності, при цьому зростання активів пенсійних фондів має бути порівнянне із зростанням пропозиції якісних активів. Нами пропонується такий підхід. Спостерігаючи за кількісними і якісними показниками розвитку ФР, регуляторні органи можуть поступово, планомірно підвищувати норму обов'язкових відрахувань в накопичувальну пенсійну систему. Досягши відомого заздалегідь рівня (розрахованого на підставі очікуваної тривалості

життя, розміру необхідних виплат, коефіцієнта заміщення, віку виходу на пенсію) слід почати поступове зниження цієї обов'язкової норми, за допомогою податкових стимулів мотивуючи учасників системи продовжувати проводити відрахування на рівні, що встановився, але перемикаючись на добровільні програми пенсійного страхування, підвищуючи таким чином особисту фінансову відповідальність громадян і знижуючи участь держави в цій системі, яка може бути використана для руйнівного втручання в роботу (примусово реалізувати активи, вивести кошти на державні програми, заморозити виплати, відновлювати вартість активів з бюджету).

У перспективі кращим варіантом є податкова мотивація добровільних пенсійних накопичень за прикладом США. Як мінімум, необхідно виключити з бази оподаткування доходів фізичних осіб кошти, що спрямовуються на індивідуальні пенсійні рахунки, позбавивши такі накопичення подвійного оподаткування; на пізніших етапах можливе введення додаткових податкових стимулів.

Те, що проблема якісних інструментів для пенсійних фондів існує, розуміють і розробники комплексної програми розвитку фінансового сектора до 2020 року. Тому одним з кроків започаткування розвитку накопичувального пенсійного забезпечення є «створення спеціальних «довгих» фінансових інструментів у вигляді державних облігацій з дохідністю не нижче рівня інфляції». Такий інструмент безумовно корисний, але важливо, щоб цей інструмент не був єдиним якісним активом для НПФ³⁵ оскільки зосередження активів тільки в держоблігаціях не розвиває фондовий ринок, не сприяє перерозподілу капіталу в нові виробничі сфери.

Враховуючи зауваження, висловлені при обговоренні інфляції (в частині необхідності географічної диверсифікації), і обмеженість якісних інструментів на фондовому ринку України, на первинному етапі доцільно збільшити максимально допустимий рівень вкладень в ЦП іноземних емітентів, встановивши рівень не менше ніж 50% (зараз 20%). Подальша інтеграція в

³⁵державні облігації в активах пенсійних фондів, усього лише перекладають зобов'язання по забезпеченню пенсіонерів на наступні покоління і принципово не відрізняються від солідарної пенсійної системи по суті, лише за формою.

європейський економічний і політичний простір змусить відмовитися і від цього обмеження. При запропонованих параметрах і існуючому рівні з.п., максимально можливий відтік валюти складе 240 млн. дол. на рік, що не є критичним для платіжного балансу, але додасть упевненості інвесторам в надійності пенсійних активів. Більше того, кошти не є безповоротними втратами валюти, оскільки у міру виходу на пенсію, активи реалізовуватимуться, і капітал повертатиметься в країну.

Перелік бірж, лістинг на яких дозволяє придбання зарубіжних акцій в портфель пенсійного фонду, є вкрай обмеженим (Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, NASDAQ) і має бути розширений для більшої географічної диверсифікації. На таких біржах, як Сінгапурська, Гонконзька, Торонтська, Швейцарська, Шанхайська, біржі групи Euronext та ін., також обертаються якісні інструменти; механізм додавання цих ринків варто формалізувати, встановивши кількісні і якісні критерії (група Developed або Advanced Emerging по класифікації FTSE, певний рівень капіталізації по відношенню до ВВП, ліквідність, суверенний рейтинг країни), додавши обмеження в максимум 10% у цінні папери зарубіжних емітентів однієї країни.

Інвестиції пенсійних фондів в цінні папери ІСІ (закриті і взаємні інвестиційні фонди, біржові і венчурні фонди) є поширеною практикою у світі, що дозволяє знижувати витрати на управління портфелем, інвестувати в індекси й підвищувати дохідність за рахунок венчурних фондів. Існуючу заборону на інвестиції в цінні папери зарубіжних ІСІ варто відмінити, встановивши обмеження на максимальну частку в активах від 5 до 40% залежно від типу ІСІ (венчурний, акцій, змішаний, облігацій – в порядку зростання), із загальним максимальним значенням для усіх типів ІСІ в 50%.

Найважливішою умовою запуску обов'язкової накопичувальної складової пенсійної системи є створення адекватного правового середовища з боку держави, такого що виключає шахрайство, мінімізує ризики діяльності учасників, але при цьому є досить гнучким, щоб сприяти безперешкодному руху капіталу і природної еволюції фінансових інститутів. В усуненні

шахрайства найбільшою мірою мають бути зацікавлені самі учасники галузі – КУА, банки, організатори пенсійних планів, оскільки злочинні діяння конкурентів не лише ставлять останніх у вигідніше положення, але, зрештою, шахрайство в цій сфері здатне підірвати довіру населення до усєї індустрії на довгі роки і знищити ринок в цілому.

Розробка інвестиційних стратегій для обов'язкового пенсійного страхування, як і системи в цілому, є нетривіальним завданням і вимагає зваженого підходу, обліку багатьох чинників, серед яких: безпека накопичень громадян, здатність забезпечити прийнятний рівень виплат, платіжний баланс країни, міжнародні договірні зобов'язання щодо руху капіталу, можливості і наслідки інвестування накопичених коштів в національні компанії. У цій же роботі відмічені тільки основні, найбільш очевидні напрями й принципи реформування, пов'язані зі створенням і розвитком такої системи.

7. Украй важливим для розвитку фондового ринку й ІСІ зокрема є спрощення технічного доступу інвесторів на ринок цінних паперів. Це – завдання і перспектива підприємців, зокрема, фінансових компаній. Існуюча система брокерського обслуговування індивідуальних осіб є архаїчною і надмірно навантаженою бюрократичними процедурами, а термінали для он-лайн торгів на УБ, що надається, наприклад, компанією «Універ», занадто спеціалізованими й ускладненими для одиничних покупок цінних паперів з метою пенсійних або інших накопичень. Спрощення доступу може відбуватися за допомогою доповнення функціональності розгалуженої мережі класичних банківських відділень і за допомогою нових електронних рішень.

Дослідження показують, що поширення інформаційних технологій сприяє динамічному розвитку фінансового сектора (напр. [131]). У США 82% власників акцій взаємних фондів з доступом до інтернету виходять он-лайн у фінансових цілях, найчастіше, перевірити банківський або інвестиційний рахунок, прочитати інформацію по інвестиціях. Власники акцій взаємних фондів набагато частіше виходять в інтернет – перевірити пошту, отримати інформацію або придбати продукти і сервіси (як фінансові, так й інші), ніж ті, у кого акцій взаємних фондів немає. [195, с. 116]

Але необхідно знайти вірний баланс між простотою і функціональністю програмних продуктів, розрахованих на масового користувача.

Величезною популярністю у населення користуються особисті банківські он-лайн кабінети громадян. При чому функції таких кабінетів поширюються далеко за межі традиційних банківських послуг – можливості провести оплату по рахунках он-лайн, відкрити депозит або погасити кредит. Переходу в он-лайн сферу сприяють і супутні послуги, традиційно не властиві банкам, – придбання квитків на транспорт і заходи, і навіть он-лайн супермаркети продуктів. Додавання рахунків громадян в цінних паперах, акціях інвестиційних фондів і визначеної, хоч би мінімальної, функціональності (подати заявку брокерові на продаж, купівлю) в он-лайн кабінети, де вони вже можуть здійснювати операції зі своїми депозитами, нарахованими відсотками, кредитами збільшить доходи банків від комісій і дозволить притягнути на фондовий ринок значний прошарок індивідуальних інвесторів, також як і аналогічний доступ до індивідуальних пенсійних рахунків, за допомогою якого можна перевірити баланс, зробити новий внесок або здійснити іншу, передбачену законом операцію.

Інтерес банків полягає не лише в комісійних за обслуговування транзакцій ЦП, які у разі пенсійних або інших інвестиційних (накопичувальних) рахунків є не дуже частими, але і в розвитку ФР в цілому, оскільки збільшить можливості залучення і вкладення ресурсів за допомогою інструментів ФР, розширить можливості по наданню нових послуг – андеррайтинг, операції на ринку цінних паперів, участь в індустрії ІСІ.

Розвиток накопичувальної пенсійної системи, ІСІ та фондового ринку буде мати значні соціально-економічні наслідки. Активізація участі населення на ФР збільшить ліквідність й капіталізацію ФР, відкриє ще один потужний канал для інвестицій в реальне виробництво; зробить український ФР менш чутливим до поведінки іноземних інвесторів. Це також прискорить формування класу власників, зацікавленого в правовій державі та стабільних соціально-економічних умовах; залучить велику кількість людей до інвестиційного процесу, що врешті-решт приведе до глибоких соціальних змін.

Наприклад, завданням формування класу власників житла займався уряд Сінгапуру на первинному етапі побудови державності. «Я вірив, що почуття власності життєво важливе для нашого суспільства, яке не мало глибоких коренів, що відходили в загальне історичне минуле», – пише Лі Куан Ю у своїх спогадах. [55] У пізніший період вона доповнювалася програмами приватизації державних підприємств, що реструктурувалися, за рахунок викупу акцій населенням коштами, накопиченими на індивідуальних рахунках соціального забезпечення³⁶.

Незважаючи на етатистську політику, як в сфері приватизації, так і в сфері соціального страхування, в більшості випадків допомога від уряду не була всеосяжною, а базувалася на обов'язковій участі громадян власними коштами в розмірі якоїсь частки від витрат. Таким чином, урядові субсидії не замінюють індивідуальних витрат і особистої відповідальності, але доповнюють їх, що з одного боку робить громадян персонально мотивованими на досягнення матеріального благополуччя, а з іншого боку – лояльними до держави, згладжує соціальну нерівність. Подібна модель може бути цікавою для країн з сильними етатистськими традиціями (наприклад, країни колишнього соціалістичного блоку) на початковому етапі формування фінансово-відповідальних громадян.

Сінгапурський досвід по використанню коштів індивідуальних пенсійних накопичень також може бути застосовний в Україні. Так, на певних етапах економічного розвитку можливості використання пенсійних накопичень розширювалися – частину з них стало можливим використати не лише після виходу на пенсію, але і для участі в програмах медичного страхування, первинних внесків в іпотечному кредитуванні.

³⁶ Завдання формування класу власників вважалася настільки важливим, що в 1993 році акції компанії Сінгапур Телеком розпродали за половину оціненої вартості більшості дорослих громадян країни, таким чином перерозподіливши надлишки держбюджету на користь громадян. Щоб уникнути миттєвого продажу акцій і фіксацію прибутку новими власниками, акції продавалися з правом на отримання додаткових безкоштовних акцій після декількох років володіння акціями за умови, що вони не продадуть спочатку отримані акції. «Ми хотіли, щоб наші люди володіли акціями великої сінгапурської компанії – відчутної частини матеріального багатства країни» – коментує прем'єр-міністр 12 років по тому. Успіх при приватизації державних підприємств дозволив поширити використання індивідуальних рахунків соціального страхування і на інші активи: інвестиції в ЦП приватних компаній, золото та акції ICI.

У міру накопичення активів другого рівня пенсійної системи в Україні, можна також поетапно розширювати можливості використання, таким чином, залучаючи громадян до незвичних, але активно використовуваних у розвиненому світі продуктів – медичного страхування, іпотечних кредитів.

Висновки до розділу 3

Середовищем функціонування ІСІ є фінансовий ринок: з одного боку ІСІ – один з багатьох інших фінансових інструментів, з іншої – вагому частину активів ІСІ складають базові ЦП фондового ринку – акції, облигації, та інші фінансові активи. Торгова інфраструктура фондового ринку, інституціональне середовище, різноманітність фінансових активів, представленість інвесторів – усі ці складові фінансового ринку визначають рівень розвитку ІСІ.

У третьому розділі досліджена специфіка зародження фондового ринку, що багато в чому зумовила його нинішній стан, проведений порівняльний аналіз кількісних показників, що характеризують розвиток фондового ринку України та інших країн, оцінені рівні розвитку індустрії ІСІ та НПФ, систематизовані та консолідовані думки експертів і учасників галузі стосовно проблем фондового ринку, виділені найбільш важливі напрямки для покращення становища фондового ринку та ІСІ.

1. Спираючись на результати досліджень приватизаційних способів у різних країнах стверджується, що метод приватизації 1990-х років в Україні є не найвдалішим серед методів, застосованих в умовах роздержавлення економіки іншими країнами, оскільки не забезпечував залучення коштів і нового досвіду у сферу виробництва. Що істотніше, відсутність здорового ринкового інституціонального середовища після приватизації стримувала фінансовий розвиток приватизованих акціонерних компаній і обмежувала можливості для створення нових.

2. Проаналізовано критерії, по яких міжнародні агентства оцінюють фондові ринки країн, що включають нормативне середовище, безпеку угод, врегулювання конфліктів, ділову обстановку, розвиток і свободу валютного

ринку, можливість використання деривативів. Згідно з їх оцінками 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.

Незадовільні характеристики за вказаними критеріями зумовлюють 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. Оцінено рівень free-float, який 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.

3. Дослідження біржової інфраструктури привело до висновку, що в Україні діє невідповідна економічним умовам, розмірам ринку і світовим тенденціям на консолідацію кількість фондових і товарних бірж. Система бірж є високо фрагментованою, що знижує ліквідність цінних паперів, призводить до частих маніпуляцій ціною, ускладнює контроль над операціями.

4. Аналіз статистичних показників дозволив сформулювати такі особливості розвитку ринку 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 ФПГ і оптимізації фінансових потоків. Серед невенчурних фондів домінують закриті недиверсифіковані фонди, як більш спеціалізовані. Серед активів усіх типів невенчурних фондів – висока частка дебіторської заборгованості і грошових коштів. Ці факти пояснюються відсутністю ліквідного фондового ринку і не характерні для розвинених ринків. Соціологічні опитування показують, що інтерес інвесторів до ІСІ має місце, розміри і швидкість накопичення депозитів демонструють потенційну можливість, але погана інформованість громадян, проблеми з якими стикаються ІСІ виходячи на національний фондовий ринок, обумовлюють їх

маргінальну роль у фінансовій системі – ВЧА невенчурних ІСІ у володінні фізичних осіб становить менше 1% від банківських депозитів фізичних осіб.

5. Аналіз особливостей функціонування українського фінансового ринку у світлі діяльності ІСІ, проблем, пов'язаних з розвитком фондового ринку, критеріїв, по яких міжнародні агентства оцінюють розвиток ринку, дозволило запропонувати рекомендації як для державної політики, так і для представників бізнесу, щодо вирішення найважливіших проблем.

1) Світовий досвід демонструє, що немає країн з низьким рівнем правопорядку і високими показниками розвитку ФР, а залежність між індексом правопорядку і капіталізацією ФР лінійна з високою мірою значущості. Тому, в першу чергу, державну політику варто зосередити на поліпшенні таких складових правопорядку як: незалежність і послідовність судових розглядів, прозорість і зрозумілість законів, відкритість уряду, своєчасність і ефективність кримінальної судової системи, мінімальність корупції, обмеження повноважень уряду за допомогою судової системи.

2) Вдосконалення регуляторного законодавства щодо корпоративного управління в питаннях захисту інтересів інвесторів, прозорості структури власності, звітності компаній і відповідальності менеджменту за завдання шкоди власникам. Поширення міжнародних практик корпоративного управління шляхом залучення на національний ринок зарубіжних корпорацій: корпоратизація державних підприємств з подальшою приватизацією стратегічними інвесторами, залучення стратегічних інвесторів шляхом створення сприятливого регуляторного середовища.

3) Підвищення фінансової грамотності населення через систему освіти, ЗМІ. Не менш важливою є участь інвестиційних компаній – учасників галузі, яка може проявлятися в проведенні форумів, тематичних змагань, встановленні стипендій по актуальних спеціальностях, програмах стажування.

4) Збільшення асортименту пропозиції на ринку фінансових інструментів – різного типу, рівня доходу, ліквідності й ризику через розвиток технології подвійного лістингу і надання вільного доступу резидентам та ІСІ

на міжнародні фондові майданчики, який зараз значно обмежений валютним законодавством та законом «Про ІСІ».

5) Зміна монетарної політики НБУ – зосередження на таргетуванні інфляції, а не на курсовій стабільності, успішність якої у свою чергу залежить від здатності понизити бюджетний дефіцит і частку держави в економіці. Довгострокові оцінки дохідностей акцій в різних країнах світу з урахуванням інфляції, свідчать, що інфляція є серйозною загрозою для фінансових активів, особливо для країн, що відчули руйнівну силу війни або революції. Фінансові активи в національній валюті розглядатимуться як альтернатива вкладенням в нерухомість і валютні депозити тільки після декількох років помірної інфляції.

6) Попри те, що існує залежність між розвиненим фондовим ринком і наявністю накопичувальної пенсійної системи, тільки введення обов'язкової накопичувальної складової не гарантує формування здорового фондового ринку. Навпаки, пенсійна система стає заручником слабкого інституціонального середовища і обмеженої пропозиції активів. Повноцінний розвиток накопичувальної системи можливий тільки паралельно або після формування розвиненого ФР з різноманітними ліквідними інструментами, якісним корпоративним управлінням компаній і захищеним правом приватної власності, при цьому зростання активів пенсійних фондів має бути порівнянне із зростанням пропозиції якісних активів. Тому за умови розв'язання вищезгаданих проблем з точки зору державної політики є доцільним стимулювати наповнення накопичувальної пенсійної системи, як драйвера розвитку ФР, адміністративними методами. Запропоновано рамковий підхід до встановлення норми обов'язкових відрахувань.

7) Оскільки вченими встановлено зв'язок між використанням інтернет технологій і залученістю населення до фінансового ринку, то завданням бізнесу є створення такої ІТ-інфраструктури ринку цінних паперів, щоб здійснення інвестицій, обслуговування пенсійних рахунків було таким же легким, як відкриття і працювання з депозитом.

Основні результати цього розділу опубліковані в авторській статті [148].

ВИСНОВКИ

1. Аналіз теоретичних основ діяльності інституціональних інвесторів привів до висновку, що їх базовою функцією є мобілізація і спрямування вільних грошових ресурсів в реальний сектор економіки за допомогою кредитно-депозитного (відносно безризикового) або інвестиційного (ризикового) механізмів. Їх діяльність спрощує процес інвестування для індивідуальних інвесторів – за допомогою зниження інформаційної асиметрії, зменшення трансакційних витрат і забезпечення ліквідності.

Встановлено, що особливістю ІСІ є відсутність скільки-небудь 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, чи не більшою мірою, зовнішні процеси: розвиток ринку базових цінних паперів і фінансової грамотності населення, випадкові дисбаланси, викликані державним регулюванням, і на останньому історичному етапі – накопичення пенсійних ресурсів широкого 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. Марковіца, 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. Ґрунтуючись 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, оскільки вони дозволяють некваліфікованим учасникам, не схильним до ризику, не брати участь в процесі оцінки управляючого або фонду, вибору інвестиційної стратегії, але дозволяють отримувати дохідність під час зростаючих ринків.

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 (бенчмарка) 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, використовуваних організаторами фондів, нові підходи по формуванню індексів на базі фундаментальних ознак; а також розширення можливостей здійснювати короткі продажі переоцінених портфелів цінних паперів за допомогою нових інструментів і 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 (IRA) 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 (біржових продуктів); розширення використання БФ різними групами інвесторів у фінансово розвинених куточках світу.

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, зокрема інвестиційних фондів. Висловлено гіпотезу, що як колись 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:

- здатність акцій БФ обертатися на біржі забезпечує високу ліквідність вкладень інвесторам, недоступну власникам взаємних фондів;
- «натуральний» процес створення акцій БФ зумовлює їх податкові переваги і мінімізацію відхилення ціни портфеля активів від ціни акцій фонду;
- індексний підхід до інвестування мінімізує витрати на управління.

Але БФ не лише відкрили доступ на нові ринки – такі як пограничні ринки або ринки облігацій, що розвиваються, в локальних валютах, але надали можливість індивідуальним особам здійснювати складні інвестиційні стратегії, які раніше були доступні тільки інституціональним інвесторам.

7. На прикладі вибірки зі швейцарської фондової біржі статистично доведено, що синтетичні біржові фонди, незважаючи на позиціонування себе як фондів з кращою здатністю повторювати дохідність індексу, зовсім не обов'язково є такими. Вони несуть більші ризики для інвесторів і, потенційно, загрозу фінансовій системі, 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 біржових фондів 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 в

порівнянні 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.

Ще одним регіоном, де обертаються БП є Південно-Східна Азія. В регіоні йде робота над створенням єдиних паспортних режимів на зразок UCITS, але поки що фонди обертаються тільки в рамках країни створення, що робить цей регіон ще більш фрагментарним, а ринки – малоліквідними. Найбільш перспективним ринком в середньостроковій перспективі виглядає біржа Гонконгу, оскільки очікується подальше збільшення квот для участі в китайському національному ринку акцій, і тому що представлені тут БФ планується допустити до роботи на основному китайському ринку.

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 усіма типами БФ: ризик контрагента; ризик застави; невірна оцінка ризиків через відсутність прозорості; ризик цінних паперів виданих у борг; передача зовнішніх шоків на базові ринки; ризик індексної бульбашки.

10. Оцінка кількісних показників українського фондового ринку дозволяє охарактеризувати 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 ФПГ і оптимізації фінансових потоків. Соціологічні опитування показують, що інтерес інвесторів до невенчурних ІСІ має місце, розміри і швидкість накопичення депозитів демонструють потенціал, але погана інформованість громадян, проблеми ІСІ при виході на національний ФР, обумовлюють їх маргінальну 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 в Україні та фондового ринку зокрема, становища ІСІ дозволив сформулювати рамкові рекомендації для державної політики та бізнесу щодо розв'язання першочергових проблем:

- В першу чергу державну політику варто зосередити на поліпшенні таких важливих складових правопорядку як незалежність і послідовність судових процесів, прозорість і зрозумілість законів, відкритість уряду, своєчасність і ефективність кримінальної судової системи, мінімальність корупції в усіх гілках влади, обмеження повноважень уряду за допомогою 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 інтересів інвесторів, прозорості структури власності, звітності компаній і відповідальності менеджменту за завдання шкоди власникам, і 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 індивідуальних рахунків в цінних паперах, щоб здійснення інвестицій було таким же легким, як і відкриття депозиту, що є завданням для бізнесу.

Вказані заходи збільшать ліквідність й капіталізацію фондового ринку, що відкриє потужний канал для інвестицій в реальне виробництво, та стане базою для розвитку ІСІ.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Альмераї А. Проблеми венчурного інвестування в Україні [Електронний ресурс] / А. Альмераї // Вісник КНТЕУ. – 2009. – №3. – с. 11-15. — Режим доступу: visnik.knteu.kiev.ua/files/2009/03/3.pdf
2. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Том 1. / Бланк И.А / К: Ника-центр, 1999. – 592 с.
3. Биржевой рынок меняется в лице [Електронний ресурс] / Газета "Коммерсантъ Украина" – №76 от 15.05.2013 – стр. 6. – Режим доступу: kommersant.ru/doc/2188077
4. Булатов, А.С. Экономика: Учебник / под ред. А. С. Булатова. – М.: Юристъ, 2002. — 896 с.
5. Гапочка Н.М. Становление и развитие фондового рынка Украины / дис. канд. екон. наук : 08.00.01 / Н.М. Гапочка – М.: Российской Государственной библиотеки, 2003. – 204 с.
6. Глава Пенсионного фонда Нацбанка: "Нужно доказать, что это было мошенничество" [Електронний ресурс] / 24 березня 2015. – Режим доступу: theinsider.ua/business/5510544f01fe6
7. Грошово-кредитна та фінансова статистика НБУ [Електронна База Даних] / НБУ, 2015 – Режим доступу: bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65833&cat_id=44578
8. Дарбинян А. Институты финансового посредничества в современной экономике / А.Р. Дарбинян, Э.М. Сандоян // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. Том 1. – 2010. – № 1 (3). – С. 89-99.
9. Де Сото У. Социально-экономическая теория динамической эффективности / Хесус Уэрта Де Сото / [пер. с англ. В. Кошкина под ред. А. Куряева]; (Серия: Австрийская школа. Вып. 6. — Челябинск: Социум, 2011. — хvi + 409 с.
10. Закон України Про інститути спільного інвестування: Закон от 05.07.2012 № 5080-VI действует с 01.01.2014 [Електронний ресурс] / Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

11. Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [Електронний ресурс] / Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ), Огляди ринку за 2008,...,2015 рр., – Режим доступу: uaib.com.ua
12. Клименко В. Венчурне фінансування інноваційного розвитку: світовий досвід і Україна [Електронний ресурс] / Клименко Вікторія // Науковий вісник Інституту міжнародних відносин НАУ. – Серія: економіка, право, політологія, туризм. – 2010. – Том 1, № 1. – с. 37-45. — Режим доступу: jrn1.nau.edu.ua/index.php/IMV/article/view/2875
13. Коверда В.М. Трансформування діяльності інститутів спільного інвестування в умовах фінансової глобалізації / дис. канд. екон. наук : 08.00.02 / В.М. Коверда – Київ 2010. – 235 с.
14. Краснова І.В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку / І.В. Краснова // Проблеми економіки – 2014. – №1. – С. 129-134.
15. Кузнєцова Н.В. Міжнародні валютно-кредитні та фінансові відносини: контроль за рухом капіталу в сучасному світі / Н.В. Кузнєцова / – К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2008. – 447 с.
16. Лібанов М. Потрібно впроваджувати відповідні механізми для збалансування корпоративного управління в товариствах [Електронний ресурс] / Максим Лібанов // Юридична Газета Online. – 11 березня 2014. — Режим доступу: nssmc.gov.ua/press/publications/potribno_vprovadzhuвати_відповідні_механізми_для_збалансування_корпоративного_управління_в_товариствах
17. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Миркин – [Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ] – Москва, Изд: Перспектива, 1995. – 512 с.
18. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. Посібник / О. М. Мозговий — К.: КНЕУ, 1999.— 316 с.
19. Науменко К. Біржові фонди, як об'єкт досліджень сучасної економічної теорії / Клим Науменко // Науковий вісник, ОДЕУ. – 2011. – № 23 (148). – с. 143-155.

20. 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
21. Науменко К. Емпіричний погляд на відмінності між ETF та індексними фондами. / Клим Науменко // Науковий вісник, ОДЕУ. – 2012. – № 20 (172). – с. 99-117.
22. 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.
23. Науменко К. Риски синтетических биржевых фондов для финансовых систем / К.В. Науменко // Науковий вісник, ОДЕУ. – 2012. – № 22 (174). – С. 3-22.
24. Науменко К. Фондовий ринок України: стан, тенденції розвитку / Науменко К.В., д.е.н., проф. Якубовський С.А. // 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.
25. Науменкова С. В. Особливості діяльності зі спільного інвестування в Україні / С. В. Науменкова, П. П. Перконос // Вісник Академії праці і соціальних відносин. – 2011. – № 1. – С. 119–128.
26. Науменкова С.В. Ринок фінансових послуг: Навч. посіб. / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко. — К. : Знання, 2010. – 532 с.
27. Наше понимание может отличаться от мнения рынка. Но мы должны работать вместе: Интервью с главой НКЦБФР Дмитрием Тевелевым и членом НКЦБФР Анатолием Амелиным [Електронний ресурс] / Интерфакс Украина – 2012. – Режим доступу: interfax.com.ua/news/interview/109900.html
28. НБУ подсчитал, сколько долларов на руках у населения [Електронний ресурс] / –Режим доступу: <http://ubr.ua/finances/banking-sector/nbu-podschtal->

skolko-dollarov-na-rukah-u-naseleniia-193948,

<http://podrobnosti.ua/economy/2013/04/12/899501.html>

29. НКЦПФР: Парламент ухвалив в першому читанні законопроекти, направлені на розвиток регульованих ринків [Електронний ресурс] / НКЦПФР

– 31.03.16. — Режим доступу: nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_parlament_ukhvaliv_v_pershomu_chitanni_zakonoproekti252c_napravleni_na_rozvitok_regulovanikh_rinkiv_

30. Олейников А. Венчурные фонды в Украине: внутрикорпоративная оптимизация или высокотехнологический прорыв? [Електронний ресурс] / Алексей Олейников // InVenture :инвестиционный портал, Интервью с инвесторами – Режим доступу: inventure.com.ua/analytics/formula/venchurnye-fondy-v-ukraine-vnutri korporativnaya-optimizaciya-ili-vysokotehnologicheskij-proryv#sthash.gR3EwCVo.3hUdrFsV.dpuf

31. Олексів І.Б. Сутність та класифікація інститутів спільного інвестування / І.Б. Олексів, І.Р. Шпакович // http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vsed_2013_4_49

32. Пенсионный фонд НБУ будет судиться за четыре объекта недвижимости и земельный участок [Електронний ресурс] / По материалам: "Дело. – 19 октября 2015. – Режим доступу: delo.ua/finance/pensionnyj-fond-nbu-budet-suditsja-za-chetyre-obekta-nedvizhimos-305655/

33. Переплиця Р.К. Формування інституціональної структури фондового ринку в післяприватизаційний період / Переплиця Р.К. // Научные Труды ДонНТУ. – 2006. – 103-4. – с. 143-148.

34. Пересада А. А. Портфельне інвестування: навч. посіб. / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К. : КНЕУ, 2004. — 408 с.

35. Перконос П.П. Розвиток інститутів спільного інвестування в Україні / дис. канд. екон. наук : 08.00.08 / П.П. Перконос – Київ 2012. – 250 с.

36. Портрет потенційного інвестора інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів [Електронний ресурс] / Дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України на замовлення УАІБ, 2008 рік. – 23 С. – Режим доступу: uaib.com.ua:88/news/conference/material_conf/conference_rynok_2008/37322.html

37. Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік [Електронний ресурс]. / НКЦПФР, Київ, 2014. – 128 с. – Режим доступу: nssmc.gov.ua/activities/annual
38. Річний звіт НКЦПФР за 2015 рік [Електронний ресурс]. / НКЦПФР, Київ, 2015. – 104 с. – Режим доступу: nssmc.gov.ua/activities/annual
39. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития / дис.доктора екон.наук: 08.00.10,08.00.14 / Рубцов Борис Борисович, Москва – 2000. – 440 с.
40. Савченко Ю. Григоришин избавляется от бизнес-партнеров [Електронний ресурс] / Юрий Савченко, Андрей Самофалов // Общественно-политический и деловой еженедельник «Комментарии» – 24.12.2010. — Режим доступу: gazeta.comments.ua/?art=1293097718
41. Смагін В. Л. Економічна сутність фінансового ринку в сучасній системі ринкових відносин / В. Л. Смагін // Формування ринкової економіки : зб. наук. пр. / ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана» ; редкол.: О. О. Беляєв (відп. ред.) [та ін.]. – Київ : КНЕУ, 2008. – Вип. 20. – С. 54–61.
42. Смагін В.Л. Економічна сутність фінансового ринку України як інтегрованого інституту перехідної економічної системи / В.Л. Смагін // Стратегія розвитку України. Економіка, соціологія, право. – 2011. – № 1. – с. 88-92.
43. Симаков В. Возможности становления и развития биржевых инвестиционных фондов в России [Електронний ресурс] / Владимир Симаков // Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации; Москва – 2007. – 96 с. – Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/diploma/dipSimakov.pdf
44. Слободян О. Про новації закону «Про інститути спільного інвестування» [Електронний ресурс] / Олександр Слободян, 12.01.2014. – Режим доступу: <http://blog.liga.net/user/oslobodyan/article/13236.aspx>
45. Сухоруков А. Почему не развивается фондовый рынок Украины [Електронний ресурс] / Алексей Сухоруков // Forbes Україна, 20 серпня 2014. – Режим доступу: forbes.net.ua/ua/opinions/1377023-chomu-ne-rozvivayetsya-fondoviy-rinok-ukrayini

46. Сухоруков А. Концепция либерализации обращения иностранных ценных бумаг [Электронный ресурс] / Алексей Сухоруков // Сайт ІГ Універ. – 2014. – Режим доступа: univer.ua/ru/blogs/koncsepcsiya-liberalizacsii-obrasheniya-inostrannykh-csennykh-bumag/
47. Тимур Хромаев: «Ни одна из бирж в Украине не соответствует международным стандартам» / Интервью «Экономические известия» – 23.11.2015. – Режим доступа: http://www.nssmc.gov.ua/press/publications/timur_khromaev_ni_odna_iz_birzh_v_ukraine_ne_sootvetstvuet_mezhdunarodnym_standartam
48. Туган-Барановский М. Экономические очерки / М.И. Туган-Барановский – М: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 1998 – 527 с.
49. УАІБ: Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами за 4 квартал та 2015 рік [Електронний ресурс] / Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ), Аналітичний огляд індустрії управління активами в Україні. – 2016. – 26 с. – Режим доступа: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/238515.html
50. Уляницкая А. Треть не лишняя [Электронный ресурс] / Анна Уляницкая // Бизнес. – №28. – 2012. — Режим доступа: uaib.com.ua/news/mass_media/163664.html
51. Филатова И. Негосударственные пенсионные фонды в РФ: риски высоки? [Электронный ресурс] / Ирина Филатова // Deutsche Welle. – 14.08.2015. – Режим доступа: dw.com/p/1GFАa
52. Фридман М. Свобода выбирать: наша позиция / Фридман М., Фридман Р. – Библиотека Фонда «Либеральная миссия» — М.: Новое издательство, 2007. — 356 с.
53. Хромушкин И.В. Портфельные инвестиционные фонды в международной финансово-кредитной системе и их роль в развитии российского рынка акций / дис.канд. экон.наук: 08.00.14 / Хромушин Иван Валерьевич, Москва. — 2004. — 156 с.

54. Шарнопольська О. М. Механізм інтеграції України у Світовий Фондовий Ринок / дис. канд. екон. наук 08.05.01 / Донец. нац. ун-т. — Донецьк, 2005. — 174 с.
55. Ю., Ли Куан Из третьего мира – в первый. История Сингапура 1965-2000. / Ли Куан Ю. – Издательство: МГИМО (У) МИД России – 2005. – с. 656.
56. Яніцький А. Віктор Пінзеник “Закон є, бюджету немає” [Електронний ресурс] / Інтерв'ю з Віктором Пінзеником / Лівий берег. – 20 січня 2015. – Режим доступу: economics.lb.ua/state/2015/01/20/292686_viktor_pinzenik_zakon_ie_byudzhetu.html
57. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку / Яценюк А. // Вісник НБУ – 11/2004. – №11(105). – с. 4-9.
58. A Conversation with Benjamin Graham [Interview] / Financial Analysts Journal – September-October 1976. – Vol. 32, No. 5. – P. 20-23.
59. Abner D. The ETF Handbook: How to Value and Trade Exchange Traded Funds / Abner, David – J. Published by John Wiley & Sons, Inc. Hoboken – New Jersey, 2010. – 272 p.
60. Ackermann C. The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives / Ackermann C., Mcenally R., and Ravenscraft D. // The Journal of Finance – 1999. – № 54 (3).– P. 833–874.
61. Act of USA Congress “Investment company act of 1940”: As amended Through P.L. 112-90, Approved January 3, 2012 [Електронний ресурс] / – 118 p. – Режим доступу: www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf
62. Agarova A. Are Vanguard’s ETFs Cannibalizing the Firm’s Index Funds / Agarova A. // The Journal of Index Investing. – 2010. – 1(1). – P. 73-82.
63. Agarova A. Conventional Mutual Index Funds Versus Exchange Traded Funds / Agarova A. // Journal of Financial Markets. – 2011. – 14 (2). – P. 323-343.
64. Allen F. The Theory of Financial Intermediation / Allen F., Santomero A., // Journal of Banking and Finance. – 1997. – Vol. 21. – P. 1461-1485.
65. Allen F. What Do Financial Intermediaries Do? / Allen F., Santomero A., // Journal of Banking and Finance. – 2001. – Vol. 25, No. 2. – P. 271-294.

66. Ammann M. The Performance of Actively and Passively Managed Swiss Equity Funds / Ammann M., Steiner M. // *Swiss Journal of Economics and Statistics*. – 2009. – № 1 (1). – P. 1-36.
67. Baba N. US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks [Электронный ресурс] / Naohiko Baba, Robert N. McCauley, Srichander Ramaswamy // *BIS Quarterly Review* – March 2009. – p. 65-81.– Режим доступа: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1516354
68. Barnhart S. Exchange-Traded Fund Introductions and Closed-End Fund Discounts and Volume / Barnhart S. W., Rosenstein S. // *Financial Review*. – 2010. – 45(4). – p. 973-994.
69. Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring [Электронный ресурс] / Basel Committee on Banking Supervision, BIS – December 2010 – 53 p. – Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>
70. Baumol W. The Economics of Mutual Fund Markets : Competition Versus Regulation / Baumol, W.J., Goldfeld, S.M., Gordon, L.A., Köhn, F.–M. // Boston: Kluwer Academic Publishers, 1990. – 243 p.
71. Benston G. A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation / G.J. Benston, C.W. Smith // *Journal of Finance*. – 1976. – Vol. 31. – P. 215–231.
72. Biggs B. Hedgehogging / Barton Biggs – New Jersey: John Wiley&Sons, Inc, 2006. – 320 p.
73. Bing L. Hedge fund performance: 1990–1999 / Liang Bing // *Financial Analysts Journal*. – 2001. – № 57 (1). – P. 11–18.
74. Boldt B. Efficient Markets and the Professional Investor / Boldt B. L. and Hal L. Arbit // *Financial Analysts Journal*. – Jul-Aug 1984. – № 40 (4). – P. 22-34.
75. Boyd J. Financial Intermediary-Coalitions / Boyd J.H., Prescott E.C. // *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 87*. – July 1985. – P. 211-232.

76. Brady P. A Look at Private-Sector Retirement Plan Income After ERISA [Электронный ресурс] / Brady, Peter J. // ICI Research Perspective. – October 2014. – Vol.20, No 7. – 40 p. – Режим доступа: ici.org/pdf/per20-07.pdf
77. Campbell T. Information Production, Market Signaling and the Theory of Financial Intermediation / T.S. Campbell, W.A. Kracaw // Journal of Finance. – 1980. – Vol. 35. – P. 863–882.
78. Carhart M. On persistence in mutual fund performance / Carhart M. M. // The Journal of Finance. – 1997. – № 52 (1). – P. 57–82.
79. Çelik S. Institutional investors and ownership engagement [Электронный ресурс] / Serdar Çelik, Mats Isaksson // OECD Journal: Financial Market Trends. – 2014. – Vol. 2013/2. – P. 93-114. – Режим доступа: <https://www.oecd.org/corporate/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf>
80. Chevalier J. Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance / Chevalier J., and E. Glenn // The Journal of Finance. – 1999. – №54(3). – P. 875–899.
81. Clacher I. Corporate insider trading: A literature review / Clacher Iain, D. Hillier, S. Lhaopadchan // Revista Española de Financiación y Contabilidad. – 2009. – № 38(143). – P. 373-397.
82. Cremers M. Indexing and Active Fund Management: International Evidence / Cremers, Martijn and Ferreira, Miguel A. and Matos, Pedro P. and Starks, Laura T. // Journal of Financial Economics – Jun 1 2016. – Vol. 120, No. 3. – P. 539-560.
83. Collective Investment Schemes in Emerging Markets [Электронный ресурс] / Report by the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions. – September 1996. – 182 p. – Режим доступа: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD222.pdf
84. Dafria A., The Rise in Defined Contribution Pension Plans And The Stock Market Boom / Ashish Dafria // Glucksman Institute for Research in Securities Markets, The Leonard N. Stern School of Business, Student Research Report – April 1, 2002 – 18 p.
85. Diamond D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring / Diamond D.W. // Review of Economic Studies. – 1984. – Vol. 51 (3) – P. 393–414.

86. Diamond D. Liquidity, Banks, and Markets / Diamond D.W. // Journal of Political Economy. – 1997. – Vol. 105. – P. 928–956.
87. Diamond D. Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking / Diamond D. W., Rajan R. G. // Journal of Political Economy. – 2001. – Vol. 109. – P. 287–327.
88. Dickson J. Understanding synthetic ETFs / Joel M. Dickson, Lauren Mance, James J. Rowley / Vanguard Research, June 2013. – 15 p.
89. Dimson E. The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle [Электронный ресурс] / Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton // EFA 2006 Zurich Meetings Paper; AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. – April 7, 2006. – 41 p. – Режим доступа: ssrn.com/abstract=891620
90. EFAMA Response to the IOSCO Consultation Report on Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds [12-4034]/ European Fund and Asset Management Association, 27 June 2012. – 9 p.
91. ESMA Guidelines on ETFs and other UCITS Issues: Action points for Luxembourg UCITS [Briefing Note] / Clifford Chance, July 2013. – 11 p.
92. ETF Annual Review & Outlook [Markets Research] [Электронный ресурс] / Deutsche Bank, 2014. – 96 p. – Режим доступа: www.fullertreacymoney.com/system/data/files/PDFs/2014/January/20th/ETFreport.pdf
93. ETF Annual Review & Outlook [Markets Research] [Электронный ресурс] / Deutsche Bank. Markets Research, 21 January 2016 – 115 p. – Режим доступа: www.altii.de/media/modelfield_files/fondsportal/pressrelease/pdf/ETF_Annual_Review.pdf
94. ETP Landscape: Industry Highlight [Report] / BlackRock – May 2012. – 63 p.
95. Elia M. Tracking Error of Traditional and Synthetic European Exchange-Traded Funds [Электронный ресурс] / Marco Elia // University of Turin, working paper. – January 2012. – 22 p. – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2084929>

96. Elton E. Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios / Elton E. J., Gruber M. J., Das S., Hlavka M. // *The Review of Financial Studies*. – 1993. – № 6 (1). – P. 1-22.
97. Elton E. Fundamental economic variables, expected returns, and bond fund performance / Elton E. J., Gruber M. J., and Blake C. R. // *The Journal of Finance*. – 1995. – № 50 (4). – P. 1229–1256.
98. Elton E. Spiders: Where are the Bugs? [Электронный ресурс] / Elton, E. J., Gruber, M. J., Comer, G., & Li, K. // *Journal of Business*. – 2002, July – 75(3), p. 453-472. – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.1086/339891>
99. Estrin S. The Impact of Privatization in Transition Economies [Электронный ресурс] / Saul Estrin / Article for the New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Edition, January 2007 – 21 p. – Режим доступа: <http://personal.lse.ac.uk/estrin/Publication%20PDF%27s/The%20Impact%20of%20Privatization%20in%20Transition%20Economies%20ickes%20comments.pdf>
100. Exchange-traded funds: Too much for a good thing [Электронный ресурс] / *The Economist*, Jun 23rd 2011. – Режим доступа: <http://www.economist.com/node/18864254>
101. Factsheets for S&P 500, S&P Global BMI, S&P Frontier BMI, S&P Europe 350, S&P Euro [Электронный ресурс] / Standard and Poors, 2015. – Режим доступа: <http://us.spindices.com/>
102. Fallon E. Active Management vs. Passive Management of Private Voluntary Pension funds in Colombia: A Performance Analysis Using Proxy ETFs. / Fallon E. C., Rojas T. S., Peña C. R., // *Estudios Gerenciales*. – 2010. – № 26 (115). – P. 13-38.
103. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work / Fama E. F. // *The Journal of Finance*. – May 1970. – № 25 (2). – P. 383-417.
104. Fama E. The Adjustment of Stock Prices to New Information / Fama Eugene F., Fisher Lawrence, Jensen Michael C. and Roll Richard W. // *International Economic Review*. – 15 Feb 1969. – № 10(1). – P. 1-21.
105. Fama E. The Cross-section of Expected Stock Returns / Fama E. F., French K. R. // *Journal of Finance*. – June 1992. – № 47 (2). – P. 427-465.

106. FDIC Bank Data and Statistics [Электронный ресурс] / Federal Deposit Insurance Corporation. – Режим доступа: www5.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.asp
107. Fender I. Three market implications of the Lehman bankruptcy [Электронный ресурс] / I. Fender, J. Gyntelberg // *BIS Quarterly Review*. – Dec. 2008. – 6-7 p. – Режим доступа: www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0812x.htm
108. Financial Stability Report [Электронный ресурс] / Bank of England, No 27, June 2010 – 78 p. – Режим доступа: www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2010/fsrfull1006.pdf
109. Frino A. Tracking S&P 500 Index Funds [Электронный ресурс] / Frino A., Gallagher D. R. // *The Journal of Portfolio Management*. – Fall 2001. – 28(1). – P. 44-45. – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.2001.319822>
110. Foucher I. Exchange-Traded Funds: Evolution of Benefits, Vulnerabilities and Risks / Foucher, I. and K. Gray // *Bank of Canada Financial System Review*. – December 2014. – P. 37-46.
111. Fry D. Create Your Own ETF Hedge Fund: A Do-It-Yourself ETF Strategy for Private Wealth Management / David H. Fry / Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. – 2008. – 334 p.
112. FTSE Annual Country Classification Review [Электронный ресурс] / FTSE – September 2015. – 12 с. – Режим доступа: ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf
113. Gastineau G. The Exchange Traded Funds Manual / Gary L. Gastineau – John Wiley & Sons, Inc. – Printed in the USA – 2002. – 370 p.
114. Global Financial Stability Report: Durable Financial Stability [Электронный ресурс] / International Monetary Fund // *World Economic and Financial Surveys*. – April 2011. – 170 p. – Режим доступа: www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/text.pdf
115. Graham, B. Security Analysis. / Benjamin Graham, David L. Dodd; [The Classic 1934 edition]. – New York: McGraw-Hill. – 1934. – 737 p.
116. Greenspan A. The Age of Turbulence: Adventures in a New World / Alan Greenspan – Publisher: Penguin Publishing Group, 2007. – 544 p.

117. Gremillion L. Mutual Fund Industry Handbook / Lee Gremillion // Boston Institute of Finance. – New Jersey : Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2005 –381 p.
118. Guidelines for competent authorities and UCITS management companies [Електронний ресурс] / European Securities and Markets Authority, August 2014. – 15 p. – Режим доступу: esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf
119. Gurley J. Financial Aspects of Economic Development / Gurley J. G., Shaw E. S. // The American Economic Review. – Sep 1955. – Vol. 45, No. 4. – P. 515-538.
120. Gurley J. Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process, / Gurley J. G., Shaw E. S. // The Journal of Finance. – May 1956. – Vol. 11, No. 2. – P. 257-276.
121. Gvozdik D. Ukrainian Stock Market: Prospects of Future Development / D. Gvozdik // Управління розвитком. – 2013. – № 18. – С. 131-133. – Режим доступу: nbuv.gov.ua/UJRN/Uproz_2013_18_46
122. Hedge Funds Post Largest Quarterly Asset Decline Since 2008 [Електронний ресурс] / Hedge Fund Research, Inc., October, 2015. – 3 p. – Режим доступу: https://www.hedgefundresearch.com/sites/default/files/pdf/pr_20151020.pdf
123. Hehn E. Exchange-Traded Funds, Structure, Regulation and Application of a New Fund Class / Elisabeth Hehn – Berlin: Springer-Verlag., VIII – 2005. – 257 p.
124. Henriksson R. Market timing and mutual fund performance: An empirical investigation. / Henriksson R. D. // The Journal of Business. – 1984. – № 57 (1). – P. 73–96.
125. Hill J. A Comprehensive Guide to Exchange_traded Funds (ETFs) [Електронний ресурс] / Joanne M. Hill, Dave Nadig, Matt Hougan appendix on international ETFs by Deborah Fuhr and Matt Hougan // The CFA Institute Research Foundation Publications – 8 May 2015. – Vol. 2015, No. 3. – 181 p. – Режим доступу: cfainstitute.org/learning/products/publications/rf/Pages/rf.v2015.n3.1.aspx

126. Historical Data on Effective Federal Funds Rate, Federal Reserve Bank of St. Louis, [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>
127. IMF Country Report No. 15/69 [Электронный ресурс] / IMF, Ukraine. — March 2015. — 173 p. — Режим доступа: imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf
128. Investment Company Act Release No. 27324 [Электронный ресурс] / Securities and Exchange Commission; Notice of Application, 18 May 2006 — Режим доступа: <https://federalregister.gov/a/E6-7912>
129. Jensen M. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 / Jensen M. C. // Journal of Finance. — 1967. — № 23 (2). — P. 389-416.
130. Kent D. Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks / Daniel Kent, et al., // The Journal of Finance. — 1997. — № 52 (3). — P. 1035–1058.
131. Lechman E. ICT technologies and financial innovations: the case of Exchange Traded Funds in Brazil, Japan, Mexico, South Korea and the United States [Электронный ресурс] / Ewa Lechman, Adam Marszk // Gdansk University of Technology. — MPRA Paper No. 60654. — December 2014. — 39 p. — Режим доступа: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/60654/>
132. Leland H.E. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation / H.E. Leland, D.H. Pyle // Journal of Finance. — 1977. — Vol. 32. — P. 371–387.
133. Leonov S. Potential of Institutional Investors and Stock Market Development as an Alternative to Households' Savings Allocations in Banks / Sergiy Leonov, Sergiy Frolov, Viacheslav Plastun // Economic Annals-XXI. — 11-12' 2014. — 65-58.
134. Levine, R., Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda / Levine R. // Journal of Economic Literature. — 1997. — Vol. 35. — P. 688-726.
135. Lo A. Efficient market hypothesis / Lo A. W. // The New Palgrave: a Dictionary of Economics L. Blume, S. Durlauf, eds., — NY: Palgrave Macmillan Ltd.; 2nd Edition, 2007, — p. 28.

136. Markowitz M., The Early History of Portfolio Theory: 1600-1960 / Harry M. Markowitz // *Financial Analysts Journal*. – Jul.-Aug. 1999. – Vol. 55, No. 4. – P. 5-16.
137. Massa M. Limits of Arbitrage and Corporate Financial Policy / Massimo Massa, Urs Peyer, and Zhenxu Tong // *CEPR Discussion Paper No. 4829*, 2005. – 49 p.
138. Matthew P. F. The Revenue Act 1936 [Электронный ресурс] / Matthew P. Fink // *Financial History* – Fall 2005. — Режим доступа: www.financialhistory.org
139. McConnell J. The puzzle in post-listing common stock returns / McConnell J. J., Sanger G. C. // *Journal of Finance*. – 1987. – № 42 (1). – P. 119-140.
140. McGoun E. A Re-evaluation of Market Efficiency Measurement / McGoun E. G. // *Critical Perspectives of Accounting*. – Sep 1990. – № 1 (3). – P. 263-274.
141. McMillan K. Re: Potential financial stability issues arising from recent trends in ETFs [Электронный ресурс] / Karrie McMillan // *Investment Company Institute*, 2011 – 14 p. – Режим доступа: <http://www.ici.org/pdf/25189.pdf>
142. Meinhardt C. Physical and Synthetic Exchange Traded Funds: The Good, the Bad or the Ugly? [Электронный ресурс] / Meinhardt C., Mueller S., Schoene S. // *Working paper*. – July 2014. – 23 p. – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2026409>
143. Meng C. The Role of Pension Funds in Capital Market Development [Электронный ресурс] / Pfau Wade, Channarith Meng // *GRIPS Discussion Paper 10-17*, October 2010. – 21 p. – Режим доступа: http://www.grips.ac.jp/r-center/en/discussion_papers/10-17/
144. Merton R. A conceptual framework for analyzing the financial environment / Merton, Robert C., and Zvi Bodie. // *The Global Financial System: A Functional Perspective* / by D. B. Crane, K. A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, R. C. Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri, and P. Tufano – Harvard Business School Press. – 1995. – Chap. 1 – P. 3-31.
145. MFS Products [Электронный ресурс] / *Fund Overview Massachusetts Investors Trust*. – Режим доступа: <https://www.mfs.com/wps/portal/mfs/us-investor/products/mutual-funds>

146. 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>
147. 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
148. 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>
149. Neal L. The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason / L. Neal // Cambridge University Press, 1990 – 278 p.
150. Novak J. Will Social Security Be There For Your Retirement? [Електронний ресурс] / Janet Novack // Forbes. Personal Finance. – 23 April 2012. – Режим доступу: <http://www.forbes.com/sites/janetnovack/2012/04/23/will-social-security-be-there-for-your-retirement/#7cd4f1596cb8>
151. Objectives and Principles of Securities Regulation [Електронний ресурс] / International Organization of Securities Commissions, June 2010. – 12 p. – Режим доступу: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf
152. OECD iLibrary: Gross domestic product (GDP), [Електронна База Даних] / OECD. – Режим доступу: <http://stats.oecd.org/>
153. OECD Institutional Investors Statistics 2014 [Електронний ресурс] / OECD. – January 15, 2015. – 219 p. – Режим доступу: DOI:10.1787/instinv-2014-en
154. Peters D. Valuing a Growth Stock / Peters D. J. // Journal of Portfolio Management. – 1991. – № 3. – P. 37-45.

155. Potential financial stability issues arising from recent trends in ETFs [Электронный ресурс] / Financial Stability Board – 12 April 2011. – 5 p. – Режим доступа: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf
156. Poterba J. Exchange Traded Funds: A New Investment Option for Taxable Investors [Электронный ресурс] / Poterba J., Shoven, J. // American Economic Review. – May 2002. – 92(2) – P. 422-427. – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302889>
157. Principles for the Regulation of Exchange-Traded Funds: Consultation Report / Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, IOSCO / March 2012. – 37 p.
158. Principles for the Regulation of Exchange-Traded Funds: Consultation Report / Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, IOSCO / March 2013. – 37 p.
159. Rajan R. The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens / Rajan R. G. // Journal of Money, Credit and Banking. – 1998. – Vol. 30, N 3 (Part 2) – P. 524-550.
160. Randall M. The Mysterious Growing Value of S&P Index Membership / Randall Morck, Fan Yang // NBER Working Paper No. 8654. – 2001. – 51 p.
161. Ramaswamy S. Market structures and systemic risk of exchange-traded funds [Электронный ресурс] / Srichander Ramaswamy // BIS Working Papers No 343, – 2011. – 13 p. – Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/work343.pdf>
162. Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes / Report by the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, May 1999. – 34 p. – Режим доступа: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD91.pdf
163. Reid B. Competition in the Mutual Fund Business [Report] [Электронный ресурс] / prepared by Brian Reid // Investment Company Institute, January 2006 – 8 p. – Режим доступа: ici.org/research/industry_research/other_research/rc_competition

164. Reilly F. Using P/E/ Growth Ratios to Select Stocks / F. K., Reilly, D. R. Marshall // Paper presented at Financial Management Association Meeting, Seattle, October 1999.
165. Reilly F. Investment Analysis and Portfolio Management / Reilly F. K., K. C. Brown // with Thomson One - Business School Edition and Stock-Trak Coupon. – 10th Edition. – P. 152-169.
166. Reinganum M. The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects / Reinganum M.R. // Journal of Financial Economics. – 1983. – №12. – P. 89-104.
167. Report: The U.S. Retirement Market [Электронный ресурс] / Investment Company Institute / Second Quarter 2016 – Режим доступа: <https://www.ici.org/research/stats/retirement>
168. Re: Derivatives-Related Disclosures by Investment Companies [Letter from Barry Miller to Karrie McMillan, General Counsel, Investment Company Institute] [Электронный ресурс] / Barry Miller, Associate Director, Office of Legal and Disclosure, Division of Investment Management, U.S. Securities and Exchange Commission, – 30 July 2010 – 7 p.– Режим доступа: <http://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/ici073010.pdf>
169. Rompotis G. The Performance of Swiss Exchange Traded Funds [Электронный ресурс] / Gerasimos Georgiou Rompotis // Working paper. – August 2006. – 30 p. – Режим доступа: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.929460>
170. Rouwenhorst K. The origins of mutual funds / K. Geert Rouwenhorst // Yale School of Management – Yale University – December 12, 2004. – Working Paper No. 04–48. – 33 p.
171. Schwert G. Anomalies and Market Efficiency / Schwert G. W. // Simon School of Business Working Paper No. FR 02-13. – October 2002. – 54 p.
172. SEC Filings, Form N – 14, [Электронный ресурс] / STATE STREET RESEARCH FUNDS – November 10, 2004 — Режим доступа: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312504192846/d425.htm>
173. SEC Release No. IC-10666: General Statement of Policy [Электронный ресурс] / Securities and Exchange Commission // Federal Register – Vol. 44, No.

- 83– April 18, 1979 – P. 25128-25134 – Режим доступа: <http://www.sec.gov/divisions/investment/imseniorsecurities/ic-10666.pdf>
174. Securities Lending with Cash Collateral Reinvestment in Retirement Plans: Withdrawal Restrictions and Risk Raise Concerns [Summary of Committee Research] [Электронный ресурс] / Kara Geyz et al. [Majority Staff of the Special Committee on Aging, U.S. Senate] – March 2011 – 29 p. – Режим доступа: www.aging.senate.gov/imo/media/doc/hr232rpt.pdf
175. Sharpe W. Mutual fund performance / Sharpe William F. // The Journal of Business. – 1966. – № 39 (1). – P. 119–138.
176. Shevchenko O. Effective functioning of the collective investment institutes and their influence on formation of investment-innovation economy in Ukraine / Olena Shevchenko // Economic Annals – XXI – 9-10(1) 2014. – с. 30-33.
177. Sinha R. Performance of Canadian Mutual Funds and Investors [Электронный ресурс] / Sinha Rajeeva, Jog Vijay M. // 17 August 2004. – Режим доступа: ssrn.com/abstract=581443
178. Skeel D. The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act And its (unitended) Consequences [Электронный ресурс] / David A. Skeel Jr. // U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 10-21. – 2010. – 14 p. – Режим доступа: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1690979
179. Sovereign Wealth Fund Rankings [Электронный ресурс] / Sovereign Wealth Fund Institute – Режим доступа: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
180. Stiglitz J. Information and Economic Analysis / Stiglitz J.E. [Edited by Parkin M., Nobay A.] // Current Economic Problems; Cambridge, England: Cambridge University Press – 1975. – P. 27-52.
181. Sullivan E. A Brief History of the Capital Asset Pricing Model [Электронный ресурс] / Edward J. Sullivan // Lebanon Valley College, APUBEF Proceedings – Fall 2006. – p. 207-210. – Режим доступа: <http://www.nabet.us/Archives/2006/f%2006/223.pdf>

182. Svetina M. Exchange Traded Funds: Performance and Competition [Электронный ресурс] / Svetina Marko, Sunil Wahal / Working Paper. – November 2008. – 28 p. – Режим доступа: dx.doi.org/10.2139/ssrn.1303643
183. The role of ratings in structured finance: Issues and implications [Электронный ресурс] / Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements // CGFS Papers no 23. – January 2005. – 59 p.– Режим доступа: www.bis.org/publ/cgfs23.pdf
184. Thune K. How and Why John Bogle Started Vanguard [Электронный ресурс] / Kent Thune // Updated March 31, 2015. – Режим доступа: mutualfunds.about.com/od/Index-Investing/fl/How-and-Why-John-Bogle-Started-Vanguard.htm
185. Tobin J. Commercial Banks as Creator of «Money» / J. Tobin [Edited by Dean Carson] // Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S. Treasury, (Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, Inc.). – 1963. – P. 408–419.
186. Transforming World Atlas [Report] [Электронный ресурс] / Bank of America Merrill Lynch, 04 August 2015, – 79 p. – Режим доступа: bofam1.com/content/dam/boamlimages/documents/articles/ID16-305/bofam1_transforming_world_atlas_2nd_edition.pdf
187. Wagenvoort, Tontines: Een onderzoek naar de geschiedenis van de liifrenten bij wijze van tontine en de contracten van overleving in de Republiek der Verenigde Nederlanden. dissertation Utrecht / Wagenvoort, H // 1961. – 175 p.
188. Wells B. Corporate Governance in Ukraine [Электронный ресурс] / Brad Wells // Special Report by Concorde Capital, USAID, PFS. – October 2011. – 46 p. – Режим доступа: concorde.ua/en/getfile/129/3/
189. Wesley S. Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines / Wesley S. C. // Journal of Financial Economics. – 2003. – № 70. – P. 223-260.
190. Williams, J. The Theory of Investment Value / John Burr Williams – Cambridge, MA: Harvard University Press. – 1938. – 613 p.
191. World Deposit Rates [Электронный ресурс] / Deposits, 2015 – Режим доступа: www.deposits.org/

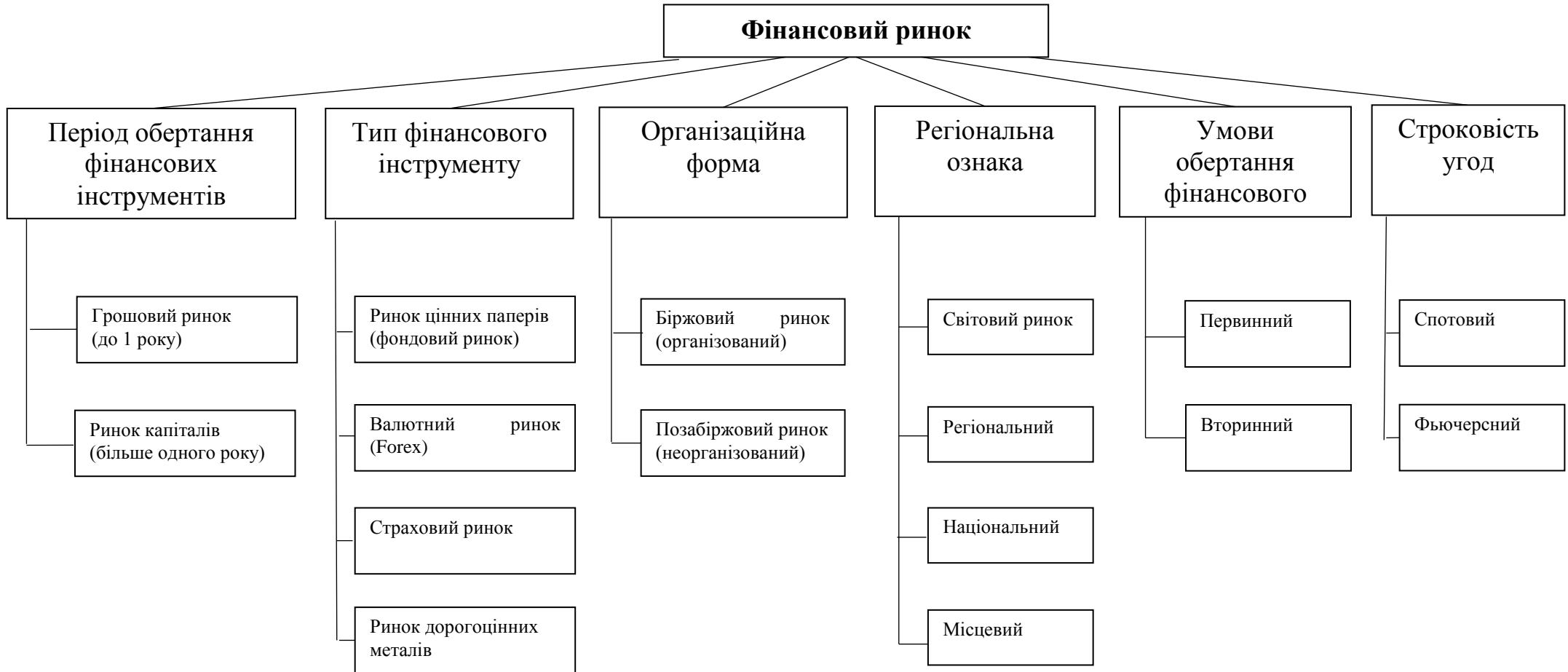
192. World Development Indicators [Электронна База Данных] / World Bank, 2015 – Режим доступа: databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#
193. World Economic Outlook Database [Электронный ресурс] / International Monetary Fund, April 2015, – Режим доступа: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weoselgr.aspx
194. Wurgler J. On the Economic Consequences of Index – Linked Investing. [Электронный ресурс] / Jeffrey Wurgle [edited by W.T. Allen, R. Khurana, J. Lorsch, and G. Rosenfeld] // NBER Working Paper No. 1637 – September 2010. – 28 p. – Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w16376.pdf>
195. 2014 Investment Company Fact Book / Investment Company Institute / 54 edition, 2014 –294 p.
196. 2015 Investment Company Fact Book / Investment Company Institute / 55 edition, 2015 –312 p.
197. 2016 Investment Company Fact Book / Investment Company Institute / 56 edition, 2016 –317 p.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А.

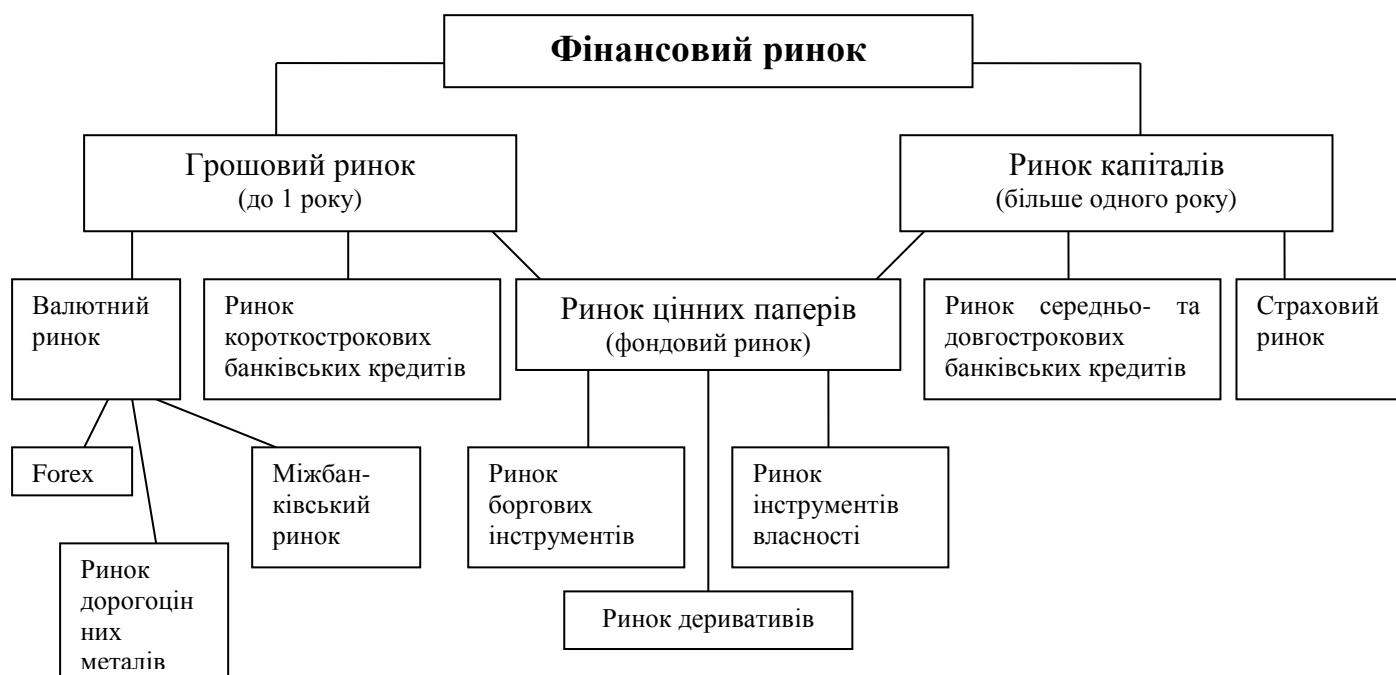
Структура фінансового ринку та розподіл активів серед інституціональних інвесторів.

Рис. А.1. Загальна структура фінансових ринків



Джерело. Побудовано автором на основі [2]

Рис. А.2. Відношення строковості і ринків фінансових інструментів



Побудовано автором на підставі [4, 17]

Примітка. Іноді під фондовим ринком розуміється тільки ринок класичних цінних паперів – акцій та облігацій. Існує розбіжність в літературі по відношенню до того чи зараховувати до цінних паперів деривативи, або виділяти їх в окремий клас.

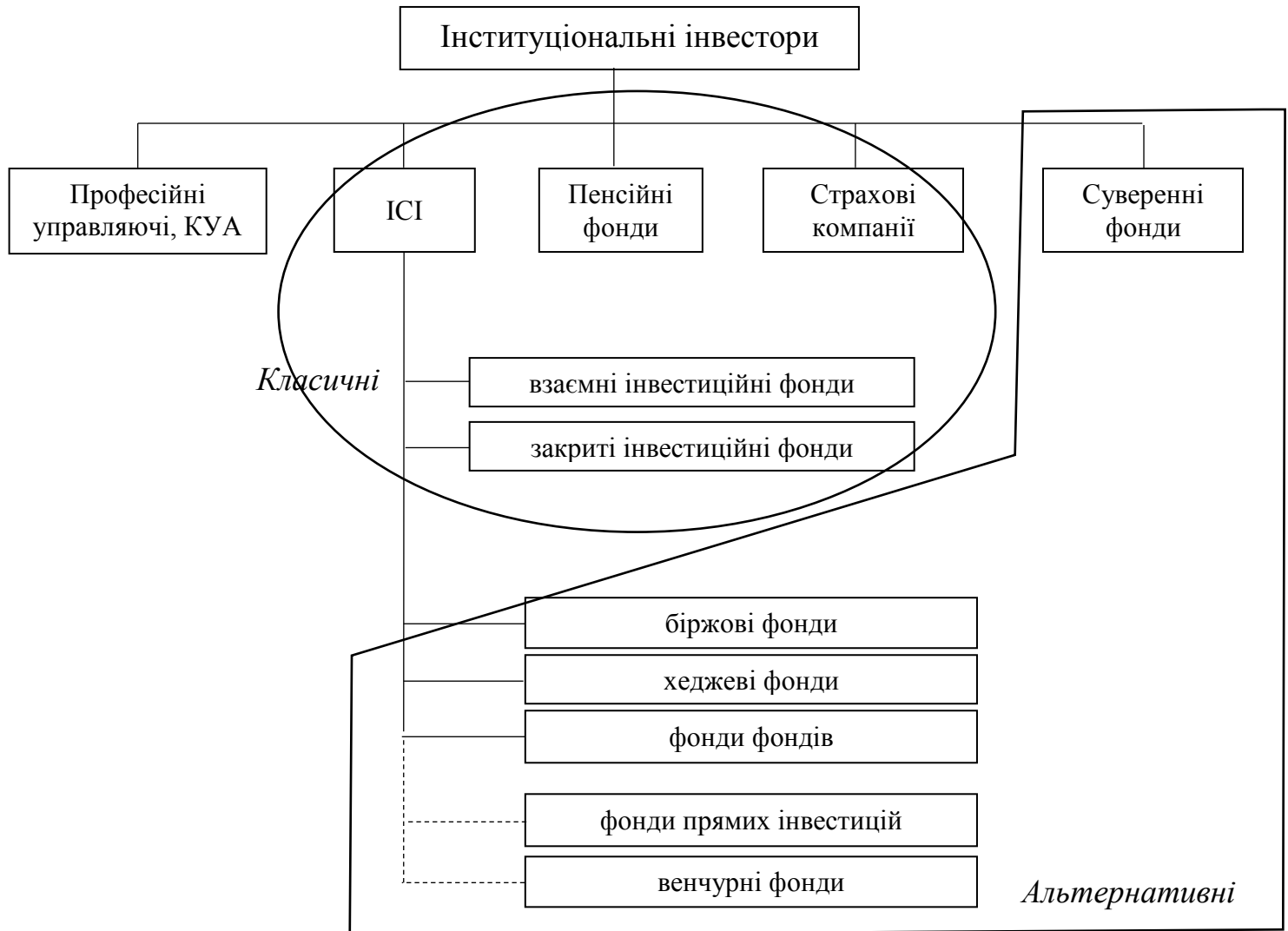


Рис. А.3. Взаємозв'язок основних груп інституціональних інвесторів, використований в даній роботі.

Джерело. Побудовано автором.

Примітка. Для цілей цього дослідження венчурні фонди та фонди прямих інвестицій будуть розглядатися як категорія ІСІ тільки для України.

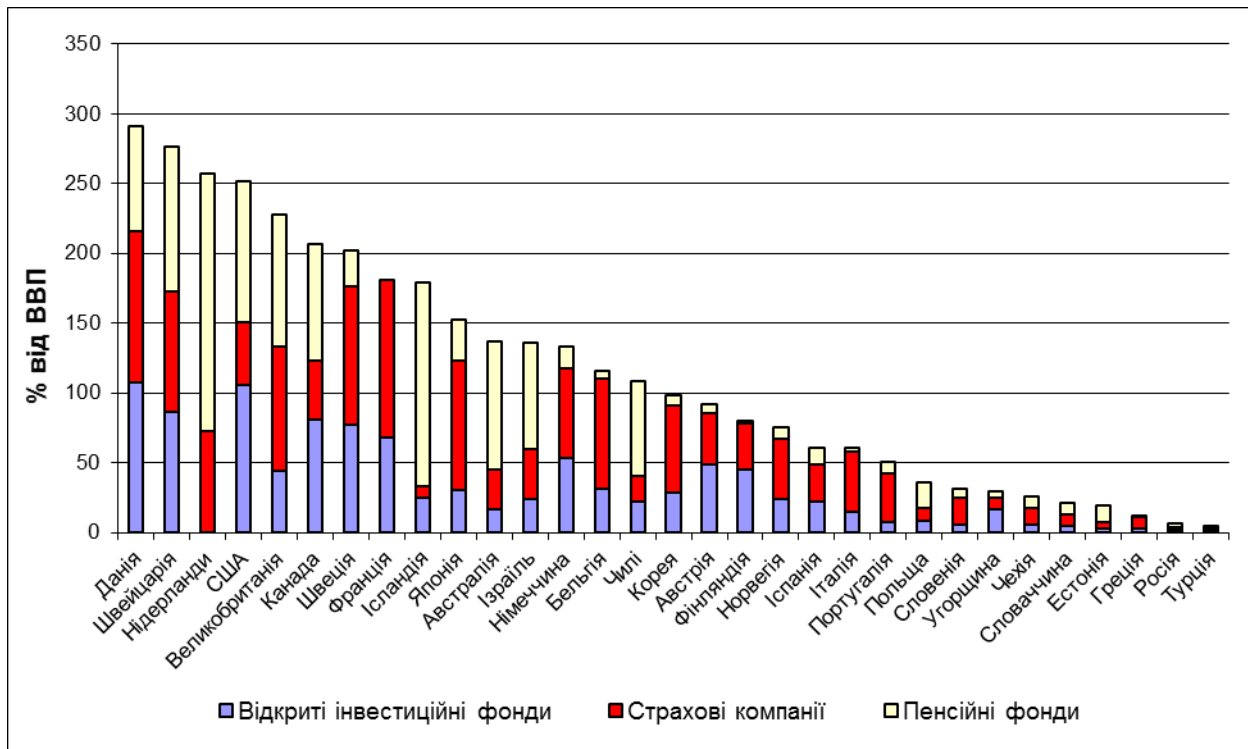


Рис. А.4. Активи під управлінням у % до ВВП "традиційних" інституціональних інвесторів в країнах ОЕСР, 2014 р.

Джерело. Побудовано автором на підставі OECD Institutional Investors Statistics 2014, 2015. [153].

Примітка. Використані найбільш актуальні наявні дані. Для Словаччини – на кінець 2011 року, для Великобританії, Австралії та Турції – на кінець 2012 року, для Швейцарії, Норвегії, Португалії та Польщі – на кінець 2013 року. Ці відношення є досить сталими, тому використання даних на різну дату становить непогану ілюстрацію розподілення активів інституційних інвесторів до ВВП за країнами.

Таблиця А.2. Класифікаційні ознаки ІСІ.

Класифікаційна ознака	Види ознаки (види ІСІ)
Організаційно–правова форма	Трастові (пайові) – без створення окремої юридичної особи, на правах спільної власності. Корпоративні – створюються як акціонерна компанія з відповідними органами управління.
Порядок впровадження діяльності	Відкриті – на вимогу викупають свої цінні папери у інвесторів. Цінні папери ІСІ не обертаються на біржі. Інтервальні – на вимогу викупають свої цінні папери тільки на протязі певного інтервалу часу. Цінні папери ІСІ не обертаються на біржі. Закриті – не мають опції викупу цінних паперів у інвесторів. Цінні папери ІСІ обертаються на біржі. Гібридні – порядок характерний для біржових фондів. Вони

		викупають свої цінні папери у інвестора, також цінні папери ІСІ обертаються на біржі.
Структура активів у володінні		<p>Фонди грошового ринку</p> <p>Збалансовані фонди</p> <p>Фонди акцій</p> <p>Фонди облігацій</p> <p>Фонди товарні</p> <p>Фонди венчурного капіталу</p>
Стиль інвестиційної стратегії		<p>Активні – шукають можливості отримати максимальну дохідність у рамках заявленої стратегії та ризику.</p> <p>Пасивні (індексні) – володіють портфелем активів згідно заявленого індексу. Портфель змінюється тільки при зміні складу індексу.</p>
Інвестиційна стратегія		<p>Перелік стратегій величезний, постійно доповнюється і навряд чи може бути побудований всеохоплюючим. Приклади стратегій – фонди зростання/цінності, фонди секторні/збалансовані, фонди глобальні/ національні, фонди розвинутих країн/ країн що розвиваються, фонди арбітража по процентним ставкам, фонди проблемних боргів, фонди, що грають на арбітражі при злитті і поглинанні, фонди проблемних боргів, фонди що інвестують згідно нормам шаріата, тощо</p>
Рівень доступу інвесторів		<p>Публічні – доступні для всіх</p> <p>Спеціальні – мають обмеження на коло інвесторів</p>
Рівень ризику		<p>Низько-, середньо- та високоризикові фонди. Ризиковість, як правило, виміряється волатильністю абсолютної дохідності, але можливі і виміри відносно бенчмарка.</p>
Організаційна схема відтворення інвестиційної стратегії		<p>Фізичні (традиційні) – володіють активами згідно інвестиційної стратегії.</p> <p>Синтетичні – заключають деривативні контракти для отримання заявленої дохідності.</p>
Строк діяльності		<p>Строкові – створюються на визначений термін.</p> <p>Безстрокові – створюються на невизначений термін.</p>
Використання позикового капіталу		<p>З використанням левериджу – використовують позикові кошти на додаток до вкладеного інвесторами капіталу.</p> <p>Без використання левериджу – використовують тільки капітал інвесторів.</p>

Джерело. Побудовано автором, доповненням розповсюджених класифікацій (наприклад [25, 26, 31])

Таблиця А.1. Активи суверенних фондів (Sovereign Wealth Funds)

Назва фонда	Країна	Активи, млрд. дол., Грудень 2014
Government Pension Fund – Global	Норвегія	863
Abu-Dhabi Investmnet Authority (AIDA)	ОАЕ	773
SAMA Foreign Holdings	Саудівська Аравія	757
China Investmnet Corporation	КНР	653
SAFE Investment Company	КНР	568
Kuwait Investment Authority	Кувейт	548
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	КНР-Гонконг	400
GIC Private Limited	Сінгапур	320

Джерело. Побудовано автором на підставі даних SWF Institute. [179]

Примітка А.1.

Найбільш відомими хедж-фондами були фонд LTCM і фонд Дж. Сороса Quantum fund. Останній відомий завдяки валютним операціям з фунтом, коли у вересні 1992 року Дж. Сорос заробив більше мільярда доларів, змусивши Банк Англії залишити зусилля по стабілізації курсу фунта стерлінгів. А в LTCM майже половина партнерів була докторами наук, два з них – нобелівські лауреати з економіки Р.К. Мертон і М.С. Шоулс. Фонд використовував складні математичні моделі і перші роки своєї діяльності показав значну дохідність, але під час боргової кризи в Росії 1998 року не зміг забезпечити покриття позикових коштів і був розформований. Ця подія мала великий резонанс у фінансовому світі, підірвала довіру до індустрії хеджевих фондів, спровокувала розслідування і встановлення податкових махінацій управляючих фондом, а LTCM звинуватили в створенні серйозної загрози для безпеки світової фінансової системи.

ДОДАТОК Б.
Динаміка активів взаємних фондів та банківських депозитів.

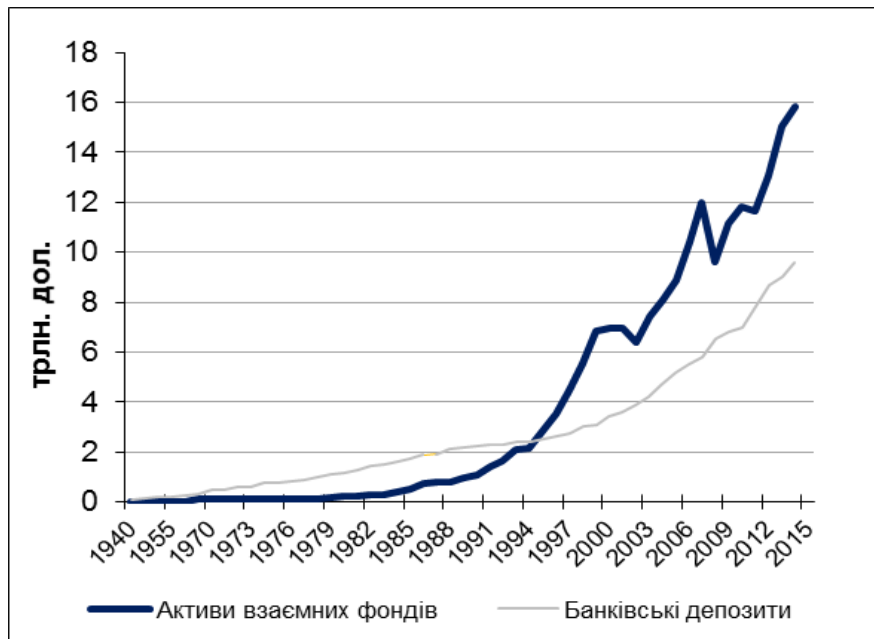


Рис. Б.1. Активи взаємних фондів і депозити у банках, застрахованих в FDIC, США, 1940-2014 рр.

Джерело. Побудовано автором на основі даних [106; 117; 196].

ДОДАТОК В.

Трансформація діяльності інститутів спільного інвестування під впливом довготривалих факторів

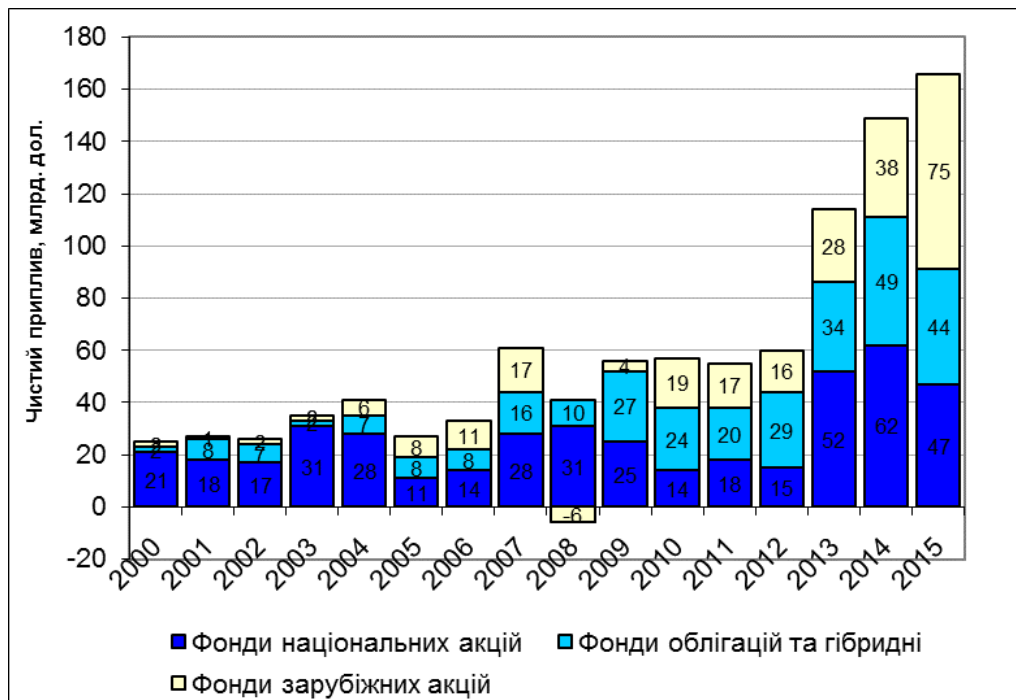


Рис. В.1. Чистий приплив інвестицій до індексних взаємних фондів США в розрізі типів активів, 2000-2015 рр.
Джерело. [197, с. 45]

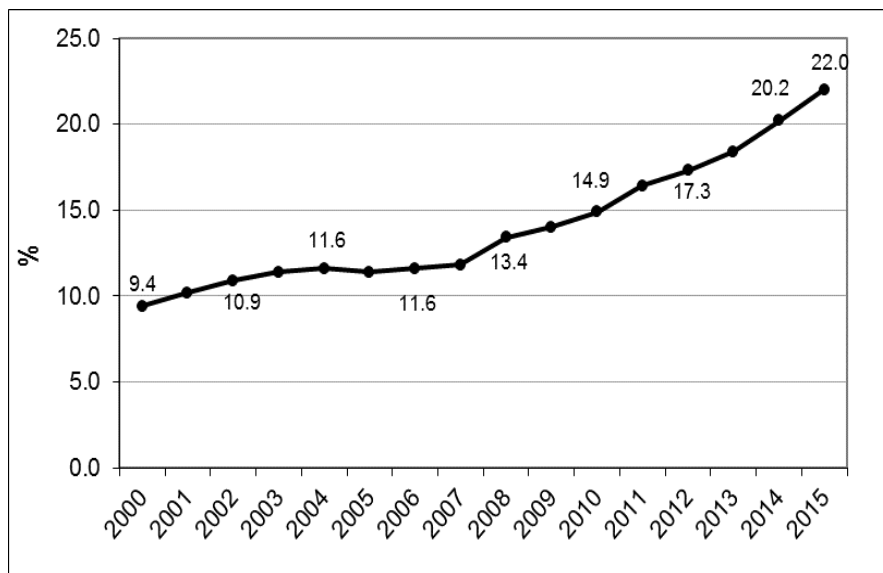


Рис. В.2. Частка активів індексних фондів серед американських взаємних фондів акцій, 2000-2015 рр.
Джерело. [197, с. 46].

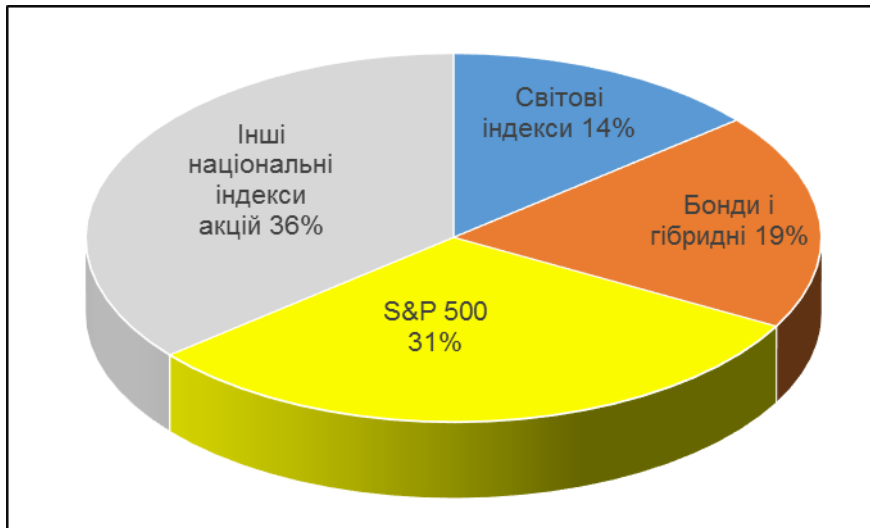


Рис. В.3. Частка активів індексних взаємних фондів США по секторах, 2015 р.

Джерело. [197, с. 45]

Примітка. Загальна сума 2,2 трлн. дол.

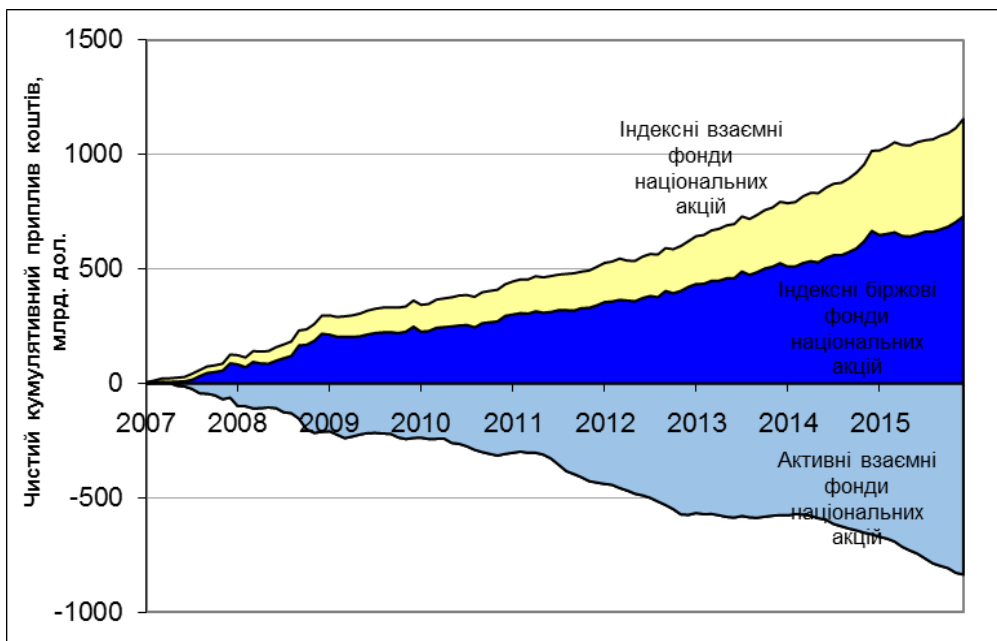


Рис. В.4. Кумулятивний приплив коштів в різні типи інвестиційних фондів, США 2007-2015 рр.

Джерело. [197, с. 47].

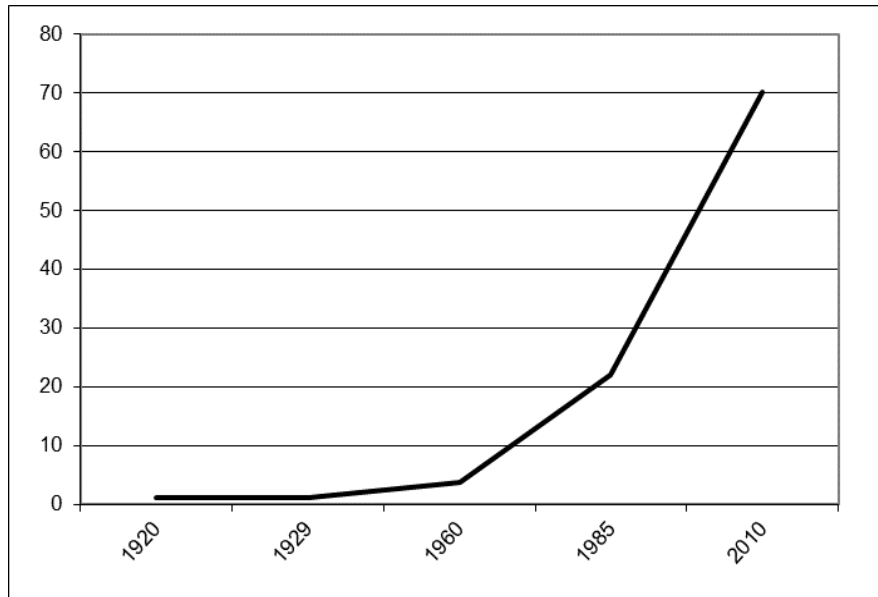


Рис. В.5. Кількість публікованих фондових національних і міжнародних індексів у фінансовому журналі The Wall Street Journal.

Джерело. [194, с. 2]

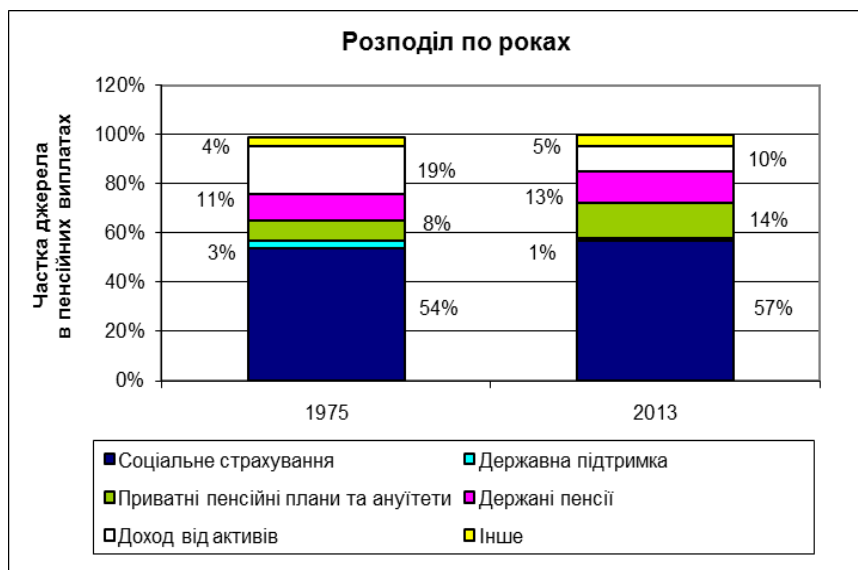


Рис. В.6. Частка джерела в пенсійних доходах, розподіл по роках, США.

Джерело [76, с.8].

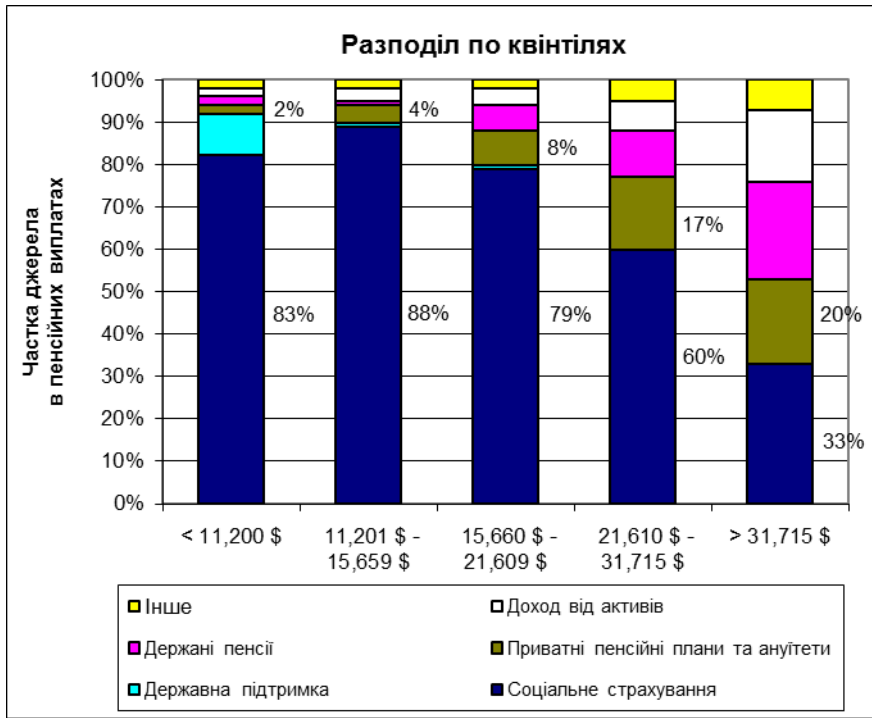


Рис. В.7. Джерело пенсійних виплат залежно від особистого доходу, 2013 р.
Джерело [76, с.9].

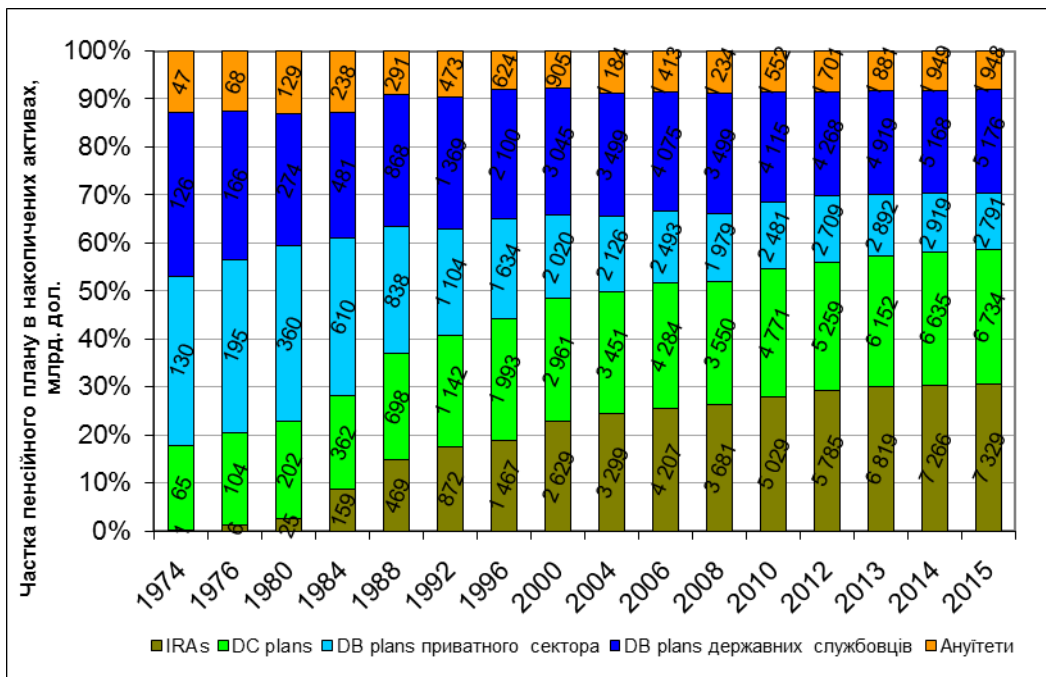


Рис. В.8. Розподіл активів серед типів накопичувальних пенсійних планів США, 1974-2015 рр.
Джерело. Побудовано автором на основі [167]

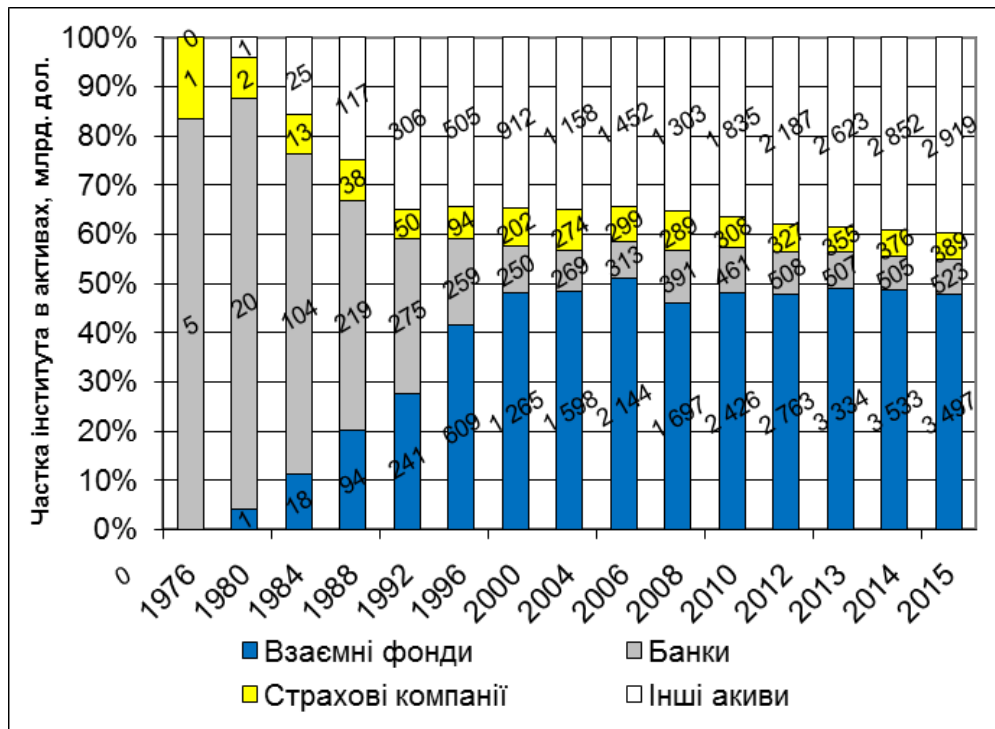


Рис. В.9. Розміщення активів рахунків IRA за типом інституту, США, 1976-2015 рр.

Джерело. Побудовано автором на основі [167].

Таблиця В.1. Розміщення активів пенсійних планів в США з фіксованими виплатами по типах взаємних фондів, 2015 р., млрд. дол.

	Акції		Сбалансовані	Облігації	Грошовий ринок	Всього
	Національні	Зарубіжні				
IRA	1460	465	783	576	216	3500
DC plans	1688	503	887	411	141	3630
401(k)	1262	415	747	286	96	2806
403(b)	264	35	76	35	20	430
457	61	16	18	14	2	111
Інші DC plans приватного сектора	102	37	47	76	24	286
Всього	3148	968	1670	987	357	7130

Джерело. [197, с. 160].

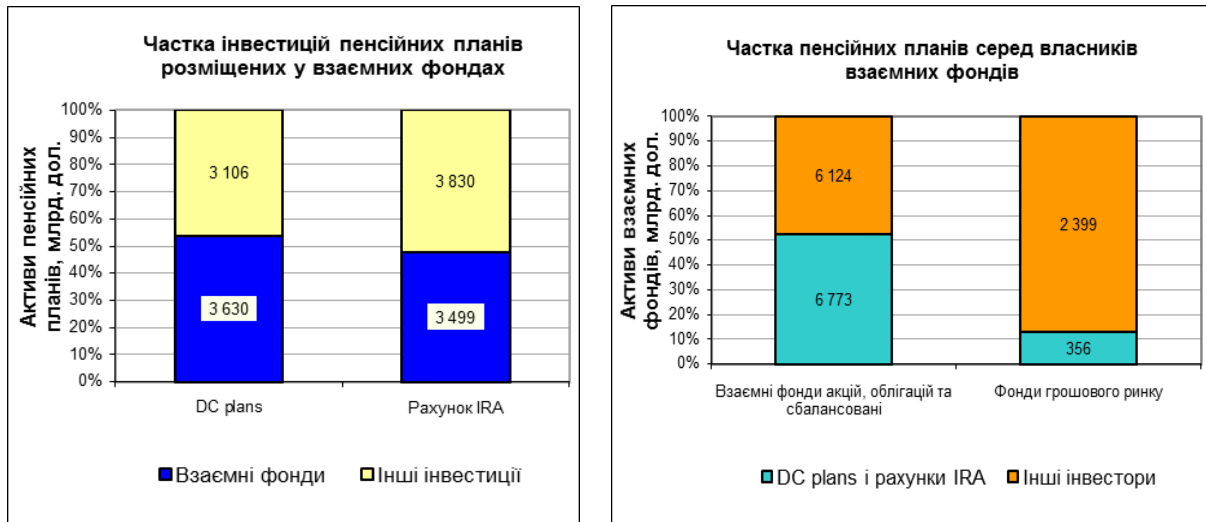


Рис. В.10. Взаємне проникнення індустрії пенсійних і інвестиційних фондів, США, 2015 р.

Джерело. Побудовано автором за [197, с.159]

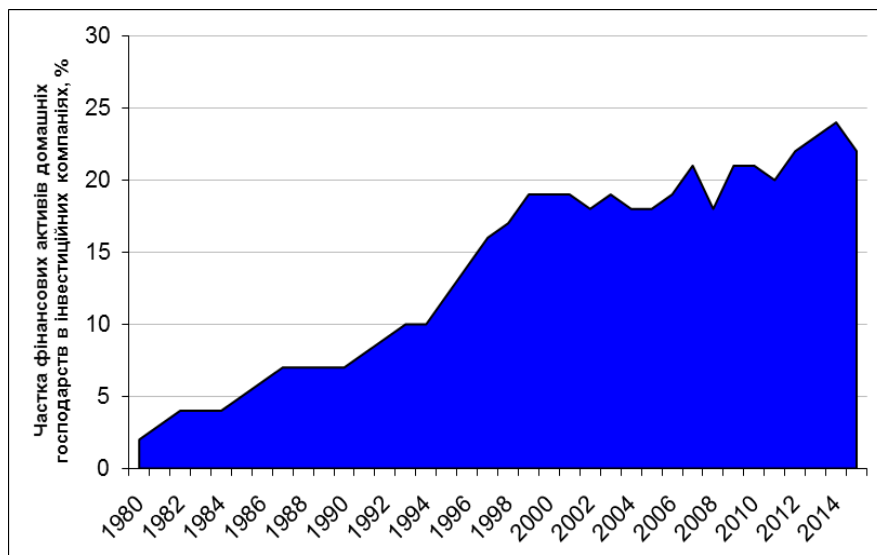


Рис. В.11. Частка фінансових активів домашніх господарств США в інвестиційних компаніях (відкриті і закриті фонди, ануїтетні плани страхових компаній, біржові фонди), 1980-2015 рр.

Джерело. [197, с. 11]

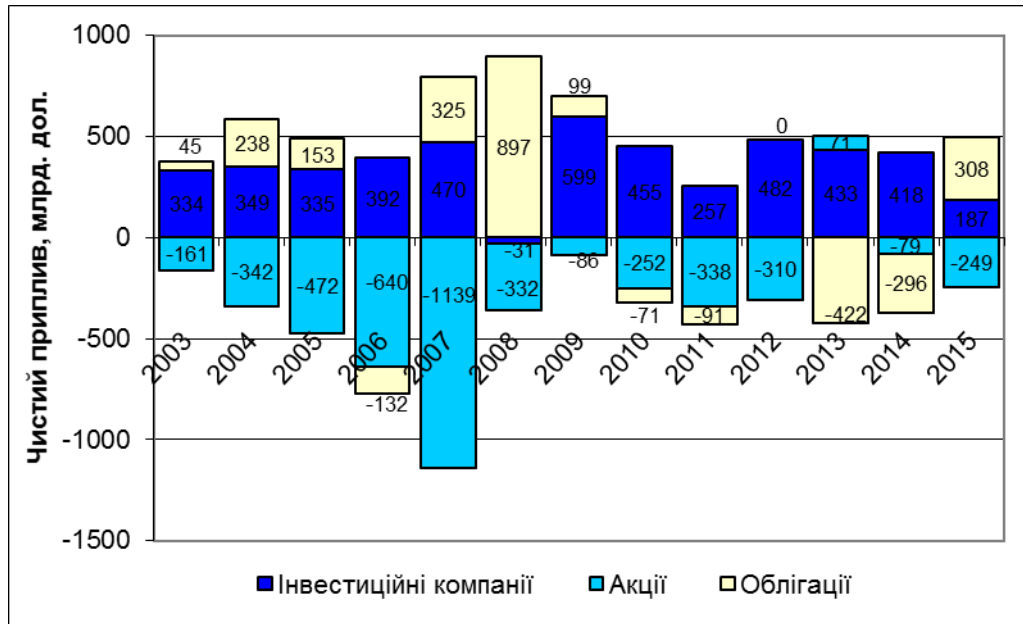


Рис. В.12. Чисті інвестиції домогосподарств в інвестиційні компанії (відкриті і закриті фонди, ануїтетні плани страхових компаній, біржові фонди), акції, облігації; США 2003-2015 рр. Джерело. [195, с. 11, 197, с. 12]

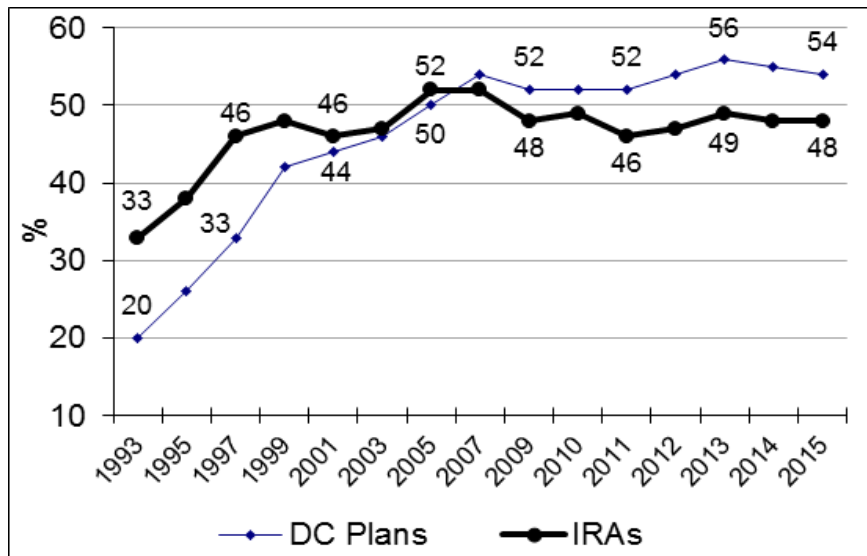


Рис. В.13. Частка активів пенсійних планів з фіксованими внесками і рахунків IRA, розміщених у взаємних фондах, 1993-2015 рр., США. Джерело. [197, с. 13]

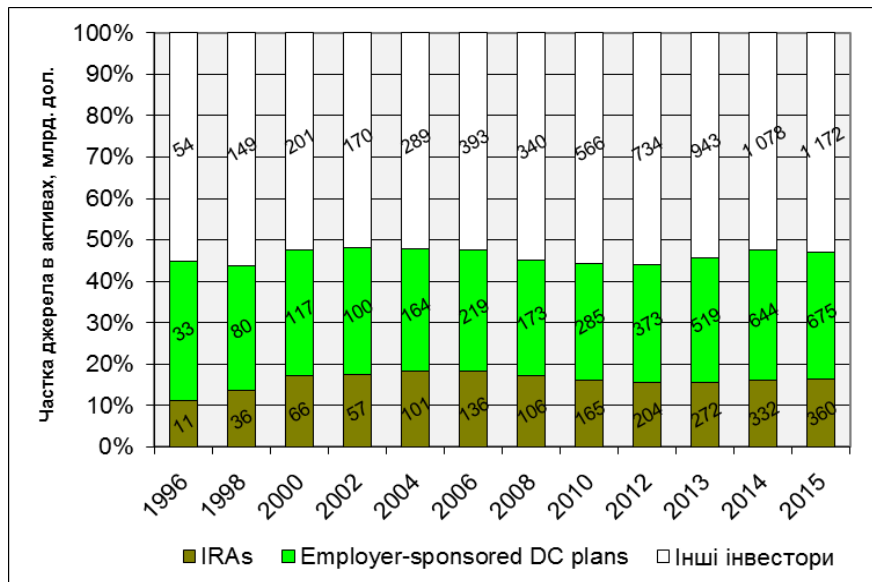
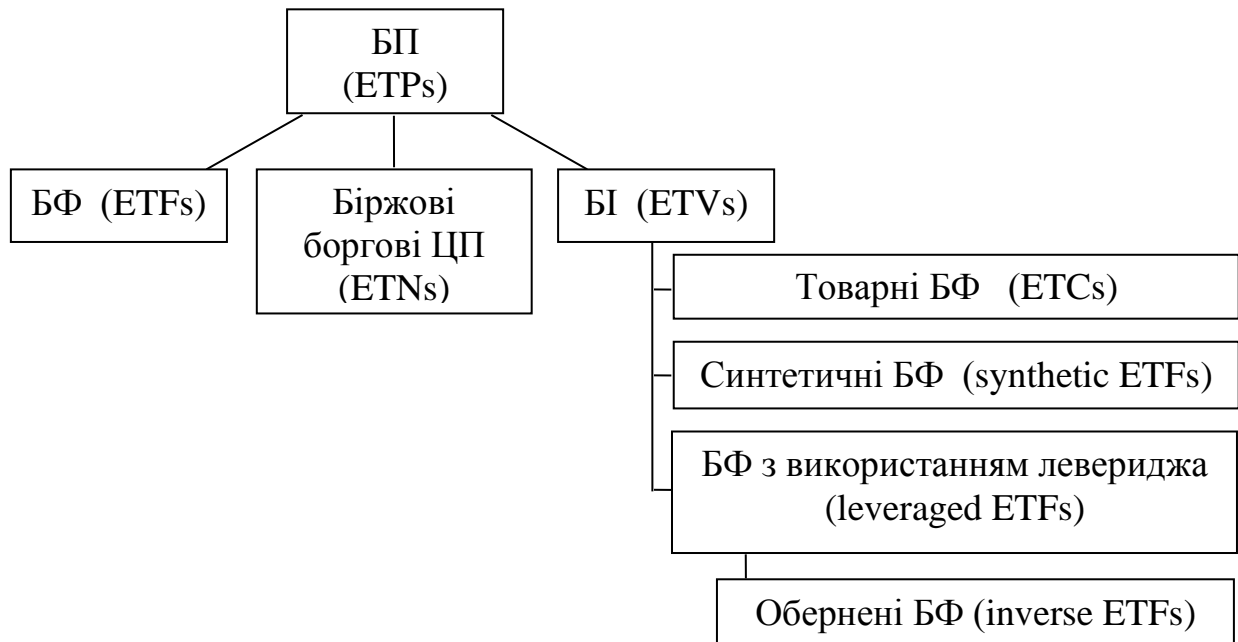


Рис. В.14. Джерело коштів явних індексних взаємних фондів США, 1996-2015 рр.

Джерело. Побудовано автором на основі [167]

ДОДАТОК Г. Класифікація біржових фондів, тренди, витрати на управління.

Рис. Г.1. Класифікація біржових продуктів.



Джерело. Побудовано автором на основі [59]

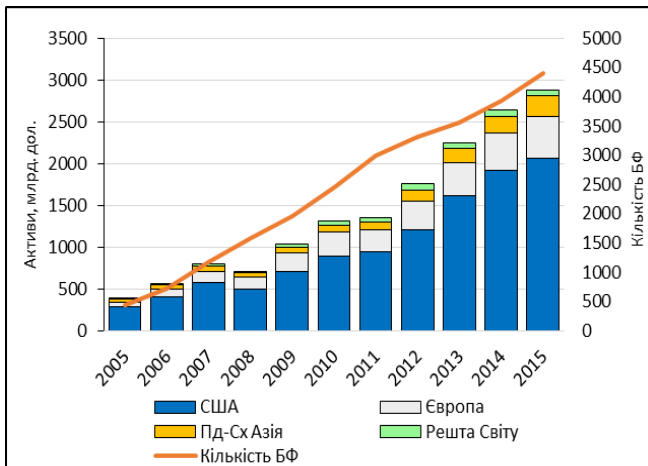


Рис. Г.2. Зростання активів під управлінням БФ по регіонах світу 2005-2015 рр., млрд. дол.

Джерело. Побудовано автором за [93, с. 28].

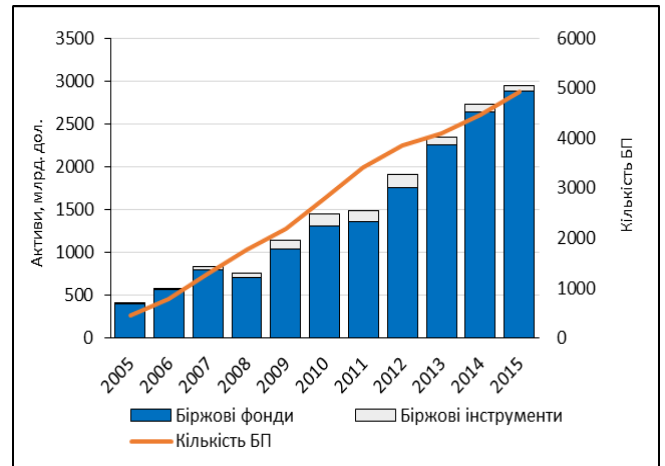


Рис. Г.3. Зростання активів під управлінням БФ vs БІ 2005-2015 рр., млрд. дол.

Джерело. Побудовано автором за [93, с. 27].



Рис. Г.4. Річні темпи приросту активів під управлінням БФ і взаємних фондів, 1995-2015 рр., США.

Джерело. Побудовано автором на підставі даних [197, с. 9].

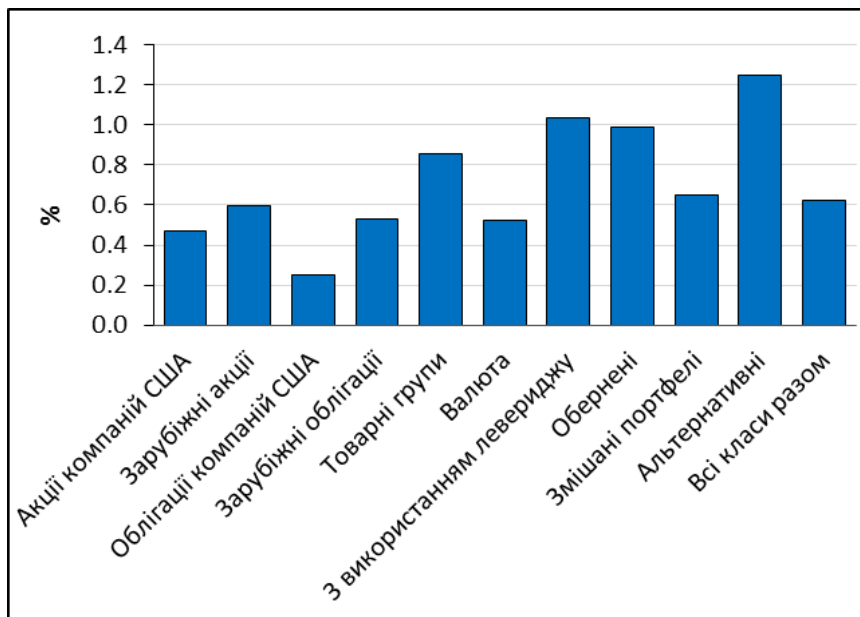


Рис. Г.5. Середні витрати на управління БФ США по класах активів, Березень 2014.

Джерело: [125, с.42]



Рис. Г.6. Середні витрати на управління взаємних фондів акцій США в динаміці.

Джерело: [197, с. 93]

Таблиця Г.1. Порівняння поширення юрисдикції законів США на різні групи ІСІ і біржових продуктів.

США	
Investment Company Act 1940	Securities Act of 1933
БФ (ETFs)	ETNs
Відкриті фонди (Mutual funds)	БІ (ETVs) (ETCs)
Інвестиційні Трасти (Unit investment trusts)	Довірчі трасти (Grantor trusts)
	Партнерства з обмеженою відповідальністю (Limited partnerships)
ЄС	
UCITS	EU Prospective Directive
БФ (ETFs)	ETNs
Відкриті фонди (Mutual funds)	БІ (ETCs)
Інвестиційні Трасти (Unit investment trusts)	

Джерело: [59, с. 26; 93, с.108]

Таблиця Г.2. Розподіл активів по класах американських БП, 31 березня 2014.

Клас Активів	Активи під управлінням, млрд. дол.	Частка в загальних активах під управлінням %	Середні витрати на управління (Expense ratio) %
Акції компаній США	945	54	0,46
Зарубіжні акції	409	24	0,59
Облігації компаній США	243	14	0,26
Зарубіжні облігації	22	1	0,53
Товарні групи	67	4	0,86
Валюта	2	0	0,52
З використанням важеля	22	1	1,03
Зворотні	20	1	0,99
Оригінальні портфелі	4	0	0,65
Альтернативні	3	0	1,31
Всього	1 737	100	0,63

Джерело. [125, с. 18]

Таблиця Г.3 Розподіл активів БП по регіонах, 2014 р.

Регіон	Країна	К-ть БП	Активи, млн. дол.	Частка країни в регіоні
<i>Північна Америка</i>		<i>1 821</i>	<i>1 760 357</i>	
	США	1 536	1 700 965	97%
	Канада	285	59 392	3%
<i>Європа</i>		<i>1 993</i>	<i>417 567</i>	
	Великобританія	671	156 111	37%
	Німеччина	567	146 521	35%
	Франція	291	56 306	13%
	Швейцарія	296	45 560	11%
	Італія	62	4 605	1%
	Швеція	26	4 020	1%
	Іспанія	11	1 911	0%
	Нідерланди	22	1 331	0%
	Норвегія	5	470	0%
	Інші країни	42	732	0%
<i>Південно-східна Азія</i>		<i>633</i>	<i>476 114</i>	
	Гонконг	93	339 696	71%
	Японія	128	77 306	16%
	Китай	79	25 001	5%
	Південна Корея	146	18 447	4%
	Австралія	68	5 972	1%
	Тайвань	19	4 684	1%
	Сінгапур	31	2 514	1%
	Індія	39	1 670	0%

	Інші країни	30	824	0%
<i>Середня Азія і Африка</i>		602	38 681	
	Ізраїль	534	32 655	84%
	ЮАР	64	5 994	15%
	Інші країни	4	32	0%
<i>Латинська Америка</i>		38	11 003	
	Мексика	19	8 250	75%
	Колумбія	2	1 541	14%
	Бразилія	15	1 185	11%
<i>У світі в цілому</i>		5 049	2 692 719	

Джерело. Побудовано автором на основі [125, с. 164-165]

Таблиця Г.4. Оборот БП по регіонах і біржах, 2013 р.

<i>Північна Америка</i>				<i>Бі (ETVs)</i>			
Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні	Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні
	NYSE Arca	13 366 374	94%		NYSE Arca	764 112	100%
	Nasdaq	748 906	5%		-	-	-
	BATS	3 539	0%		-	-	-
	Toronto SE	150 568	1%		-	-	-
Всього Північна Америка				Всього Північна Америка			
14 269 387 100%				764 112 100%			
<i>Європа</i>				<i>Бі (ETCs)</i>			
Біржова група	Біржа	Оборот, млн. €	Частка в регіоні	Біржова група	Біржа	Оборот, млн. €	Частка в регіоні
LSE				LSE			
	London SE	127 247	28%		London SE	26 082	67%
	Borsa Italiana	60 566	13%		Borsa Italiana	5 621	14%
Всього LSE				Всього LSE			
187 813 42%				31 703 82%			
Deutsche Borse				Deutsche Borse			
	Deutsche Borse	113 984	25%		Deutsche Borse	6 100	16%
NYSE Euronext				NYSE Euronext			
	Paris	58 244	13%		Paris	678	2%
	Amsterdam	13 724	3%		Amsterdam	183	1%
	Lisbon	85	0%		-	-	-
	Brussels	29	0%		-	-	-
Всього NYSE Euronext				Всього NYSE Euronext			
72 082 16%				861 2%			
	Swiss SE	61 877	14%		Інші	257	1%
	Stockholmborsen	11 502	3%				
	Oslo Bors	3 562	1%				
	BME	2 100	1%				
Всього Європа				Всього Європа			
452 920 100%				38 921 100%			
<i>П-С Азія</i>				<i>Бі (ETCs/Vs)</i>			
Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні	Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні

Korea SE KSE	178 568	27%			Singapore SE SGX	853	45%
Japan Osaka	121 281	19%			Japan Tokyo SE	565	30%
Hong Kong HKE	115 819	18%			Australia ASX	432	23%
China Shanghai	110 716	17%			Hong Kong HKE	49	3%
Japan Tokyo SE	67 800	10%					
China Shenzhen	36 401	6%					
Taiwan SE TSEC	9 472	1%					
Australia ASX	8 830	1%					
IndiaNSE	2 650	0%					
Singapore SE SGX	1 729	0%					
Всього П-С Азія	653 266	100%			Всього П-С Азія	1 899	100%
<i>Середня Азія і Африка</i>							
				БФ (ETFs) БІ (ETCs/Vs)			
Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні	Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні
	Johannesburg SE	1 950	1%		Johannesburg SE	7 217	99%
	Botswana SE	39	0%				
	Saudi Arabia SE	32	0%				
	Abu Dhabi SE	7	0%				
Всього Середня Азія і Африка		2 028	100%	Всього Середня Азія і Африка		7 259	100%
<i>Латинська Америка</i>							
Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні	Біржова група	Біржа	Оборот, млн. дол.	Частка в регіоні
	Mexican SE	146 942	91%		Mexican SE	42	100%
	San Paulo SE	11 965	7%				
	Colombia SE	1 158	1%				
	Santiago SE	567	0%				
Всього Латинська Америка		160 632	100%	Всього Латинська Америка		42	100%

Джерело. Побудовано автором на основі [92, с. 86-88]

Таблиця Г.5. БФ із стратегією абсолютного доходу, 31 Березня 2014 р.

Тикер	Назва	Активи під управлінням, млн. дол.	Витрати на управління %	Стратегія
QAI	IQ Hedge Multi - Strategy Tracker	696	0,94	Hedge fund replication
DBV	PowerShares DB G10 Currency Harvest	178	0,81	Long - short currency
WDTI	WisdomTree Managed Futures Strategy	148	0,96	Long - short broad based
RLY	SPDR SSGA Multi - Asset Real Return	118	0,70	Inflation

CSMA	Credit Suisse Merger Arbitrage Liquid ETN	52	1,05	Merger arbitrage
RALS	ProShares RAFI Long - Short	49	0,95	Long - short equity
GTAA	AdviserShares Cambria Global Tactical	37	1,59	Trend following
HDG	ProShares Hedge Replication	35	0,95	Hedge fund replication
AGLS	AdviserShares Accuvest Global Long Short	31	4,28	Long - short equity
MNA	IQ Merger Arbitrage	30	0,77	Merger arbitrage
LSC	ELEMENTS S&P Commodity Trends Indicator - Total Return ETN	29	0,75	Long - short commodities
VEGA	AdviserShares STAR Global Buy - Write	27	2,10	Tactical asset allocation
MCRO	IQ Hedge Macro Tracker	27	1,00	Tactical asset allocation
CPI	IQ Real Return	26	0,68	Inflation
MATH	AdviserShares Meidell Tactical Advantage	17	1,63	Tactical asset allocation
QMN	IQ Hedge Market Neutral Tracker	17	0,99	Long - short broad based
CSLS	Credit Suisse Long - Short Liquid ETN	13	0,95	Long - short equity
GIVE	AdviserShares Global Echo	9	1,61	Low correlation
QEH	AdviserShares QAM Equity Hedge	8	1,64	Long - short equity
ICI	iPath Optimized Currency Carry ETN	8	0,65	Long - short currency
FMF	First Trust Morningstar Managed Futures Strategy	5	0,95	Long - short broad based
RRF	WisdomTree Global Real Return	5	0,61	Inflation

MRGR	ProShares Merger	4	0,75	Merger arbitrage
BTAL	QuantShares U.S. Market Neutral Anti - Beta	3	3,22	Long - short equity
CSMN	Credit Suisse Market Neutral Equity ETN	3	1,05	Long - short equity
CHEP	QuantShares U.S. Market Neutral Value	1	3,05	Long - short equity
SIZ	QuantShares U.S. Market Neutral Size	1	3,81	Long - short equity
MOM	QuantShares U.S. Market Neutral Momentum	1	3,73	Long - short equity
GLDE	AdviserShares International Gold	1	1,52	Broad based

Джерело. [125, с. 134]

ДОДАТОК Д. Тенденції розвитку синтетичних БФ.

Активи під управлінням (англ. AUM): фізичні і синтетичні.

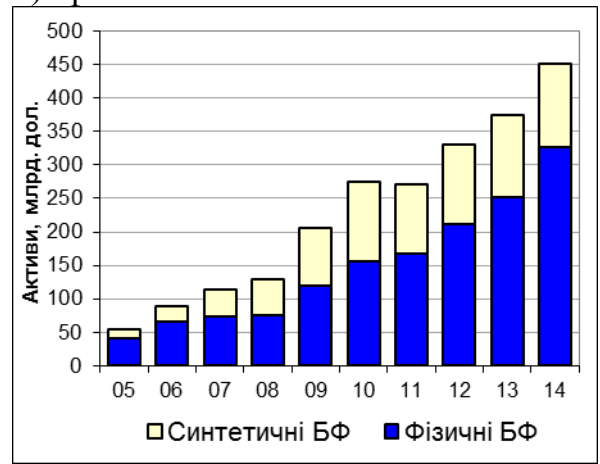


Рис. Д.1. Активи біржових фондів у світі (2005-2014 рр.), млрд. дол.

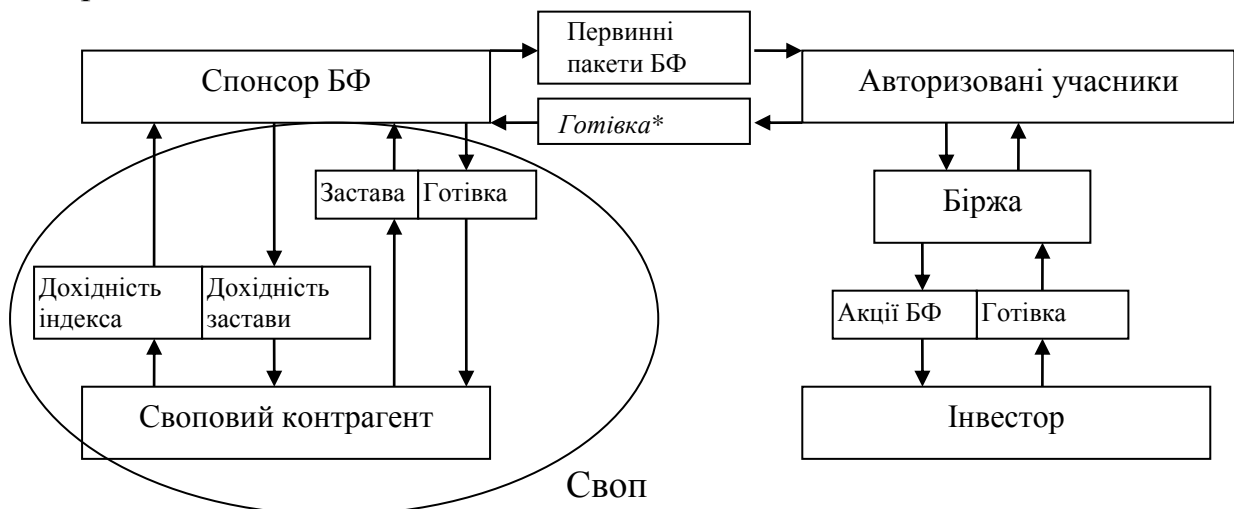
Примітка. Фізичні – синій колір, синтетичні – світлий колір.

Рис. Д.2. Активи європейських біржових фондів (2005-2014 рр.), млрд. дол.

Примітка. Фізичні – синій колір, синтетичні – світлий колір.

Джерело: Побудовано автором на основі [92].

Рис. Д.3. Синтетична схема організації БФ і роль свопового контрагента.



Джерело: Побудовано автором на основі [161].

*Примітка. У класичній схемі (фізичні БФ) спонсорів БФ передаються цінні папери, що входять в індекс, який таргетується.

Примітка. Д.1.

Через занепокоєння можливими конфліктами інтересів і некоректним використанням непублічної інформації тільки деякі з БФ в США пов'язані з

провайдерами індексів. Ті БФ, які пов'язані, при звільненні від КЦПБ по декількох розділах ІСА, зобов'язані дотримуватися наступних вимог:

- публікувати усі правила, по яких цінні папери потрапляють і зважаються при розрахунку індексу;
- обмежити можливість міняти ці правила, публікувати наміри про зміну цих правил;
- встановити «файрвол» (непроникну «стіну» – «firewall») між персоналом, відповідальним за склад індексу, і портфельними управляючими;
- користатися послугами неафільованого «агента за розрахунками», відповідального за розрахунок, поширення і реорганізацію складових індексу;
- визначити часові періоди, коли можуть мінятися компоненти індексу.

Джерело. Сформульовано автором на основі [128, 157, с.17]

ДОДАТОК Е.

Емпірична оцінка помилки слідування синтетичних та класичних біржових фондів.

Описова статистика вибірки.

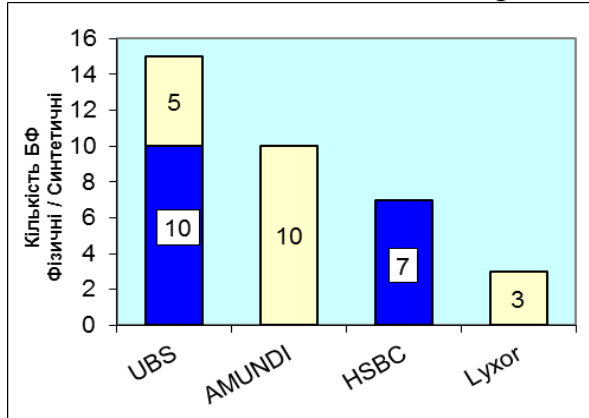


Рис. Е.1. Кількість БФ по спонсорах.
Примітка: Фізичні – синій колір, синтетичні – світлий.

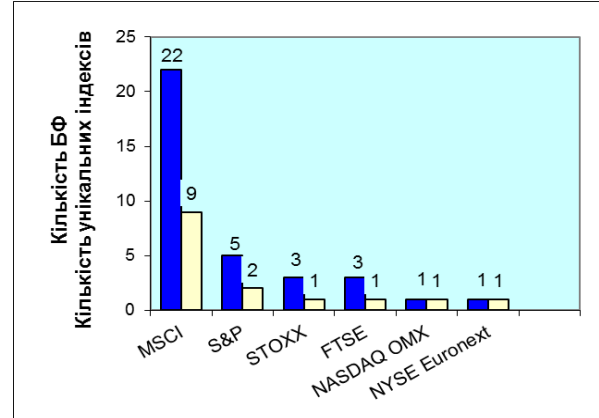


Рис. Е.2. Кількість БФ і унікальних індексів по провайдерах індексів.
Примітка: Кількість БФ – синій колір, унікальні індекси – світлий.

Таблиця Е.1. Результати розрахунків помилок слідування.

	$TE_1, \%$	$TE_2, \%$	$TE_3, \%$	$TE_4, \%$	$Alpha$	$Beta$	R^2
Середнє							
Вибірка в цілому	0,482	0,697	0,508	0,622	0,0002	0,646	0,433
	(17,546)	(20,455)	(20,843)	(21,407)	(9,073)	(21,583)	(13,219)
Фізичні	0,436	0,627	0,466	0,572	0,0001	0,717	0,500
	(12,328)	(13,631)	(12,462)	(15,162)	(5,348)	(17,447)	(11,556)
Синтетичні	0,525	0,763	0,547	0,668	0,0003	0,579	0,370
	(12,772)	(16,151)	(17,941)	(15,529)	(9,500)	(14,805)	(7,989)
Медіана							
Вибірка в цілому	0,442	0,674	0,481	0,584	0,0002	0,625	0,388
Фізичні	0,401	0,592	0,416	0,566	0,0001	0,687	0,453
Синтетичні	0,505	0,708	0,529	0,633	0,0003	0,591	0,353
Стандартне відхилення							
Вибірка в цілому	0,162	0,202	0,144	0,172	0,0001	0,177	0,194
Фізичні	0,146	0,190	0,154	0,156	0,0001	0,169	0,179
Синтетичні	0,169	0,195	0,126	0,177	0,0001	0,161	0,191
Мінімум							
Вибірка в цілому	0,229	0,317	0,265	0,276	-0,0001	0,324	0,112
Фізичні	0,229	0,317	0,265	0,276	-0,0001	0,507	0,260
Синтетичні	0,288	0,504	0,357	0,471	0,0001	0,324	0,112
Максимум							
Вибірка в цілому	0,961	1,307	0,885	1,183	0,0005	1,083	0,813
Фізичні	0,806	1,063	0,826	0,914	0,0003	1,083	0,813
Синтетичні	0,961	1,307	0,885	1,183	0,0005	0,870	0,682

Примітка. У цій таблиці представлена підсумкова інформація по вибірці БФ. TE_1 – це помилка слідування, вимірювана за допомогою абсолютних різниць денних дохідностей між фондом і індексом; TE_2 – стандартне відхилення різниць в дохідності; TE_3 – стандартне відхилення абсолютних різниць в дохідності; TE_4 – стандартна помилка залишків регресії (1). «Уся вибірка» відповідає наявності усіх фондів в розрахунку значення, «Фізичні» і «Синтетичні», – розділяють вибірку на дві частини згідно з організаційною схемою (реплікацією). Alpha і beta – середні константи і коефіцієнти регресійних рівнянь (5), побудованих для кожного фонду окремо; R^2 показує наскільки добре дохідність фонду апроксимується дохідністю індексу; t-статистика (у дужках) показує результати тестування гіпотези рівності середніх нулю. Згідно зі значеннями t-статистики середні значимі з рівнем менше 1%.

Таблиця Е.2. Результати ANOVA

	TE_1	TE_2	TE_3	TE_4	$Alpha$	$Beta$	R^2
<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. p-значення демонструють рівень значущості t-тесту в десятковій формі.

Таблиця Е.3. 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 моделі (6). *Intercept* – вільний член регресії; *TER* – витрати на управління в десятковій формі; *LnVolume* – ліквідність, вимірювана натуральним логарифмом середніх денних обсягів торгів; *Synth* – фіктивна змінна, яка дорівнює одиниці, якщо фонд використовує синтетичну схему, і нулю інакше; *Sec_i* – кількість цінних паперів у бенчмарка. Останні рядки містять R^2 і F-статистику для перевірки

рівності усіх коефіцієнтів нулю. * - 10% рівень значущості, ** - 5% рівень значущості, *** - 1% рівень значущості.

Таблиця Е.4. БФ, використовувані у вибірці.

No	Назва БФ	Бенчмарк	Країна походження фонду	Метод реплікації	TER, %
1	UBS ETF - FTSE 100 UCITS ETF	FTSE 100	Luxembourg	physical	0,20
2	UBS ETF - MSCI Canada UCITS ETF	MSCI Canada	Luxembourg	physical	0,33
3	UBS ETF - MSCI Emerging Markets UCITS ETF	MSCI Emerging Markets Index	Luxembourg	physical	0,45
4	UBS ETF - MSCI EMU UCITS ETF	MSCI EMU	Luxembourg	physical	0,23
5	UBS ETF - MSCI Europe UCITS ETF	MSCI Europe	Luxembourg	physical	0,20
6	UBS ETF - MSCI Japan UCITS ETF	MSCI Japan	Luxembourg	physical	0,35
7	UBS ETF - MSCI United Kingdom UCITS ETF	MSCI UK	Luxembourg	physical	0,20
8	UBS ETF - MSCI USA UCITS ETF	MSCI USA	Luxembourg	physical	0,20
9	UBS ETF - MSCI World UCITS ETF	MSCI World	Luxembourg	physical	0,30
10	UBS ETF - EURO STOXX 50 UCITS ETF	EURO STOXX 50® NR	Luxembourg	physical	0,15
11	HSBC EURO STOXX 50 ETF	EURO STOXX 50® NR	Ireland	physical	0,15
12	HSBC MSCI CANADA ETF	MSCI Canada	Ireland	physical	0,35
13	HSBC MSCI EUROPE ETF	MSCI Europe	Ireland	physical	0,30
14	HSBC MSCI JAPAN ETF	MSCI Japan	Ireland	physical	0,40
15	HSBC MSCI WORLD ETF	MSCI World	Ireland	physical	0,35
16	HSBC S&P 500 ETF	S&P 500	Ireland	physical	0,15
17	HSBC FTSE 100 ETF	FTSE 100	Ireland	physical	0,35
18	AMUNDI ETF S&P 500 UCITS ETF	S&P 500	France	synthetic	0,15
19	AMUNDI ETF NASDAQ-100 UCITS ETF	NASDAQ 100	France	synthetic	0,23
20	AMUNDI ETF MSCI EMERGING MARKETS UCITS ETF	MSCI Emerging Markets Index	France	synthetic	0,45
21	AMUNDI ETF MSCI BRAZIL UCITS ETF	MSCI Brazil	France	synthetic	0,55
22	AMUNDI ETF FTSE 100 UCITS ETF	FTSE 100	France	synthetic	0,25
23	AMUNDI ETF CAC 40 UCITS ETF	CAC 40®	France	synthetic	0,25
24	AMUNDI ETF MSCI JAPAN UCITS ETF	MSCI Japan	France	synthetic	0,45
25	AMUNDI ETF MSCI USA UCITS ETF	MSCI USA	France	synthetic	0,28
26	AMUNDI ETF MSCI WORLD UCITS ETF	MSCI World	France	synthetic	0,38
27	AMUNDI ETF EURO STOXX 50 UCITS ETF	EURO STOXX 50® NR	France	synthetic	0,15
28	Lyxor ETF MSCI EMU	MSCI EMU	France	synthetic	0,35
29	Lyxor ETF S&P 500	S&P 500	Luxembourg	synthetic	0,20
30	Lyxor ETF Australia S&P ASX 200	S&P/ASX 200	Luxembourg	synthetic	0,40
31	UBS ETFs plc - MSCI Canada SF UCITS ETF	MSCI Canada	Ireland	synthetic	0,28
32	UBS ETFs plc - MSCI EMU SF UCITS ETF	MSCI EMU	Ireland	synthetic	0,02
33	UBS ETFs plc - MSCI Japan SF UCITS ETF	MSCI Japan	Ireland	synthetic	0,33
34	UBS ETFs plc - MSCI USA SF UCITS ETF	MSCI USA	Ireland	synthetic	0,15
35	UBS ETFs plc - S&P 500 Index SF UCITS	S&P 500	Ireland	synthetic	0,05

Примітка. Таблиця Е.4 містить список БФ, що потрапили у вибірку з усіх БФ, представлених на швейцарській фондовій біржі (SSE), зокрема - назва БФ, індекс, за яким йдуть, країна походження фонду, схема реплікації і витрат на управління в процентних пунктах.

ДОДАТОК Ж.

Характеристики фондового ринку України та деяких зарубіжних ринків.

Примітка Ж.1.

Про відсоток акцій, що знаходяться у вільному обігу, можна судити тільки за сумарним обсягом великих пакетів, що знаходяться у власності, головним чином, юридичних осіб. Рішенням ради директорів Фондової біржі ПФТС на IV квартал 2015 року затверджені наступні розміри free-float для бази розрахунку індексу ПФТС: Центренерго – 21,7%,(найбільший рівень free - float серед бази індексу ПФТС) "Мотор Січ" – 20% (33,8% у 2010 р.), "Укрнафта" – 8%, Алчевський металургійний комбінат", "Азовсталь" по 3,8%, "АКБ "Укрсоцбанк" – 1,9%, "Райффайзен Банк Аваль" – 3,6%. [24]

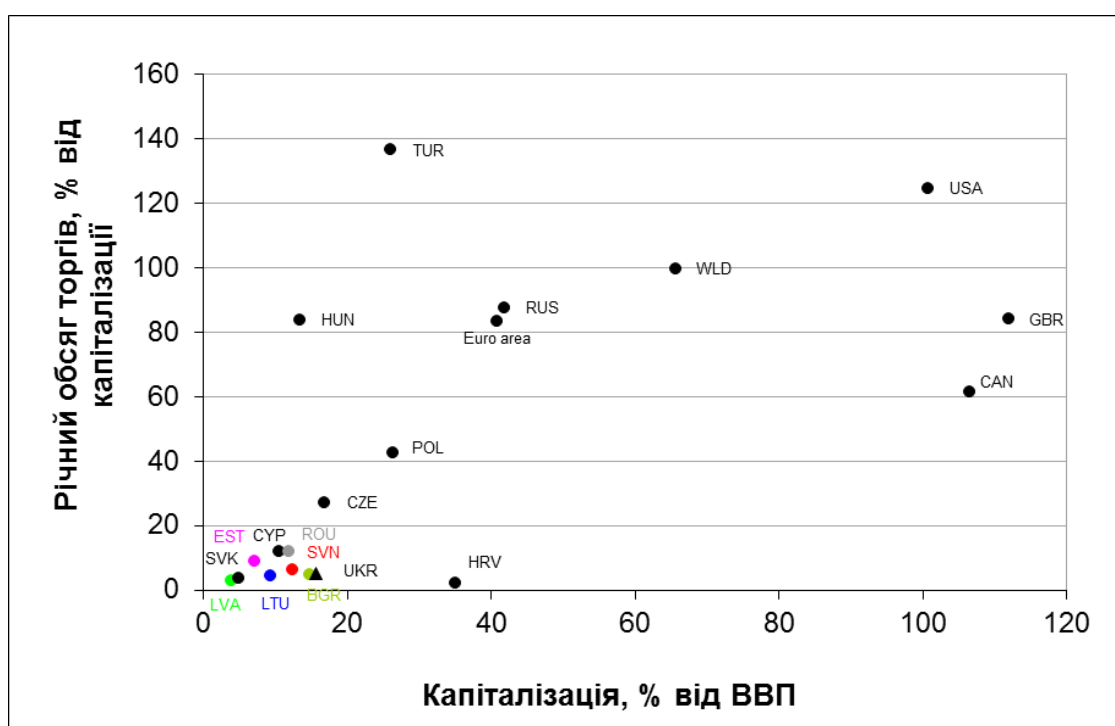


Рис. Ж.1. Річний обіг акцій у відсотках від капіталізації і капіталізація у відсотках до ВВП для ринків різних країн, євросони (Euro area) і середньосвітові показники (WLD) в 2012 році.

Джерело: побудовано автором на підставі даних World Bank [192]. На серпень 2016 дані World Bank для фондового ринку України після 2012 року відсутні, що ймовірно пов'язано з високою волатильністю українського фондового ринку та структурними пертурбаціями серед учасників ринку у тому числі серед «блакитних фішок» у період 2014-2016 рр.

Примітка. Розшифровка кодів і назв країн/регіонів у таблиці Ж.1.

Таблиця Ж.1. Розшифровка кодів і назв країн/регіонів.

Код	Назва регіону/ країни	Індекси, що викори- стовувалися для оцінки динаміки ринку	Код	Назва регіону/ країни	Індекси, що викори- стовувалися для оцінки динаміки ринку	Код	Назва регіону/ країни	Індекси, що викори- стовувалися для оцінки динаміки ринку
BGR	Болгарія	S&P Frontier від S&P BMI	Велико- GBR	Британія	FTSE 100	RUS	Росія	RTSI
CAN	Канада		HRV	Хорватія		SVK	Словакія	
CYP	Кіпр		HUN	Угорщина		SVN	Словенія	
CZE	Чехія		LTU	Литва		TUR	Турція	
EF*	Європейські країни групи Frontier від S&P		LVA	Латвія	WIG	UKR	Україна	PFTS
EST	Естонія		POL	Польща		USA	США	S&P 500
Euro area	Країни Зони Євро		ROU	Румунія		WLD	Світ	The Global Dow (USD)

Джерело. Авторські скорочення для цієї роботи на основі практики Світового банку.

Примітка. EF не включає не європейські країни, що входять до індексу S&P Frontier BMI.

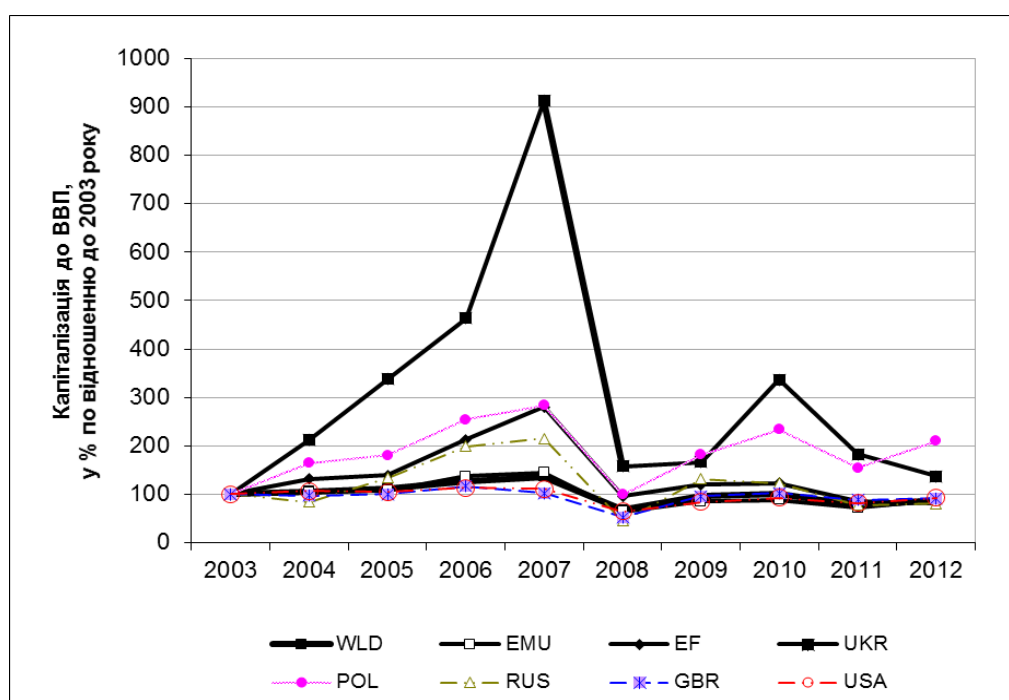


Рис. Ж.2. Динаміка капіталізації фондового ринку у % від ВВП за період 2003-2012 рр. Значення 2003 року для кожного ринку прийняте за 100.

Джерело: побудовано автором на підставі даних World Bank [192]. На серпень 2016 дані World Bank для фондового ринку України після 2012 року відсутні, що ймовірно пов'язано з високою волатильністю українського фондового ринку та структурними пертурбаціями серед учасників ринку у тому числі серед «блакитних фішок» у період 2014-2016 рр.

Примітка. Розшифровка кодів і назв країн/регіонів в таблиці Ж.1.

Рис. Ж.4. Динаміка відношення обсягу торгів акціями по відношенню до ВВП країни/ регіону в 2003-2012 рр, у %.

Джерело: побудовано автором на підставі даних World Bank [192]. На серпень 2016 дані World Bank для фондового ринку України після 2012 року відсутні, що ймовірно пов'язано з високою волатильністю українського фондового ринку та структурними пертурбаціями серед учасників ринку у тому числі серед «блакитних фішок» у період 2014-2016 рр.

Примітка. Розшифровка кодів і назв країн/регіонів в таблиці Ж.1.

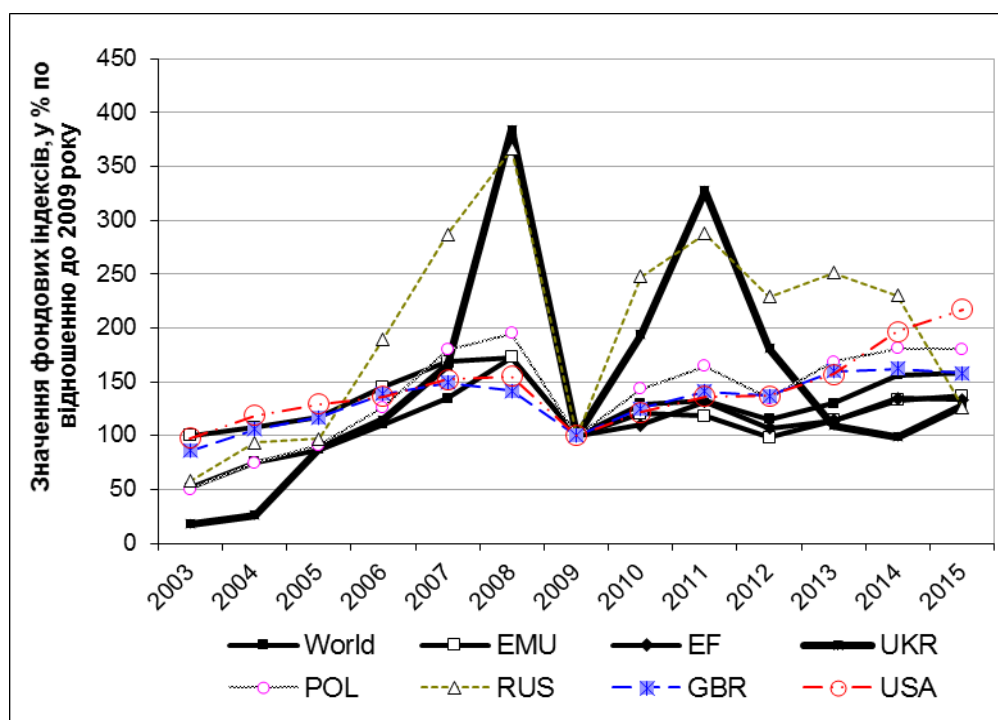


Рис. Ж.5. Динаміка фондових індексів країн і регіонів 2003-2015 рр., значення 2009 року прийняте за 100.

Джерело: побудовано автором на підставі даних бірж, агентства S&P про вартість індексів, що представляють відповідний регіон (країну).

Примітка. Індокси, які використовуються для представлення відповідного регіону містяться в Таблиці Ж.1. По регіону фондових ринків групи Frontier дані доступні, починаючи з 2009 року, тому 2009 рік прийнятий за базовий. Група Frontier в даному випадку представлена у повному складі, на відміну від попередніх діаграм, де йдеться тільки про європейські країни цієї групи.

Таблиця Ж.2. Коефіцієнти кореляції між індексом ПФТС та індексом MSCI, що представляє відповідну країну (регіон).

Рік	EURO	POLAND	RUSSIA	USA	WORLD
	AREA				
1998	-0,45	0,69	0,95	-0,37	-0,13
1999	0,72	0,45	0,68	0,74	0,85
2000	0,04	-0,22	0,33	0,32	0,17
2001	0,72	0,51	-0,63	0,60	0,69
2002	-0,12	-0,22	0,61	-0,39	-0,23
2003	0,83	0,67	0,78	0,81	0,85
2004	0,75	0,90	-0,12	0,74	0,82
2005	0,61	0,67	0,79	0,66	0,74
2006	0,74	0,66	0,78	0,72	0,75
2007	0,88	0,88	0,75	0,58	0,77
2008	0,92	0,83	0,88	0,87	0,90
2009	0,98	0,95	0,97	0,97	0,97
2010	0,23	0,42	0,61	0,68	0,61
2011	0,94	0,89	0,92	0,79	0,91
2012	0,01	-0,03	0,72	-0,41	-0,11
2013	-0,53	-0,16	0,35	-0,68	-0,66
2014	0,15	0,11	0,10	0,45	0,77
2015	0,61	0,81	0,31	0,22	0,47

Джерело. Розрахунки автора на підставі місячних даних по індексу ПФТС і даних вартості індексів MSCI з сайту MSCI, що представляють відповідну країну (регіон): EURO Standard (Large+Mid Cap), POLAND Standard (Large+Mid Cap), RUSSIA Standard (Large+Mid Cap), USA Standard (Large+Mid Cap), WORLD Standard (Large+Mid Cap).



Рис. Ж.6. Динаміка обсягу випусків емісійних цінних паперів України до ВВП, 2005-2015 рр.

Джерело. Побудовано автором на основі даних НКЦПФБ [38].
Примітка. Емісія облигацій місцевих позик і деривативів незначна в порівнянні з ними (тому не відображена на діаграмі).

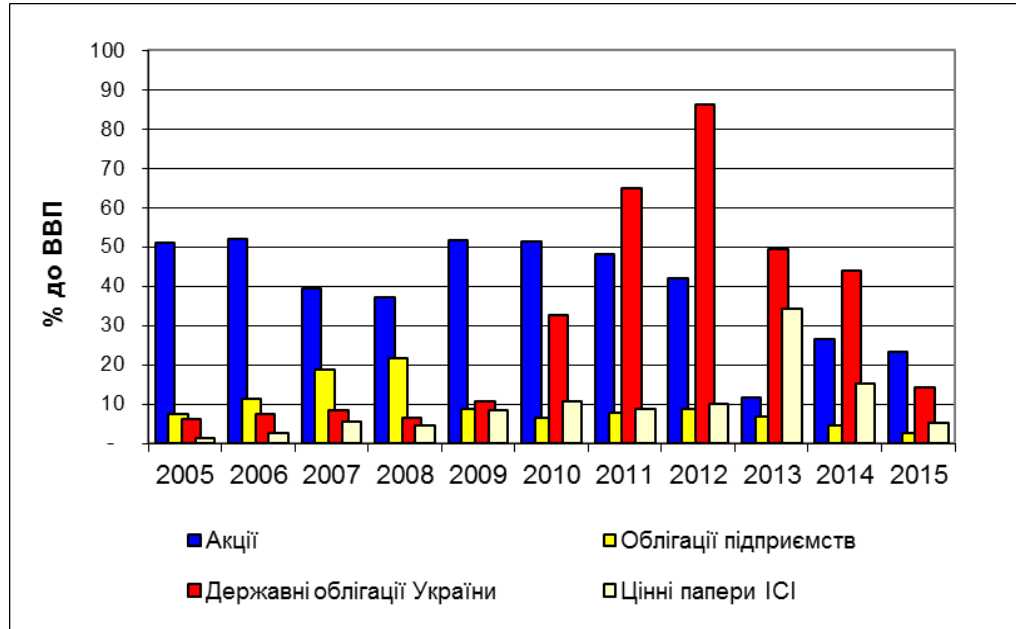


Рис. Ж.7. Обсяг торгів ринку цінних паперів України до ВВП, 2005-2015 рр.

Джерело. Побудовано автором на основі даних НКЦПФБ [38], та НБУ

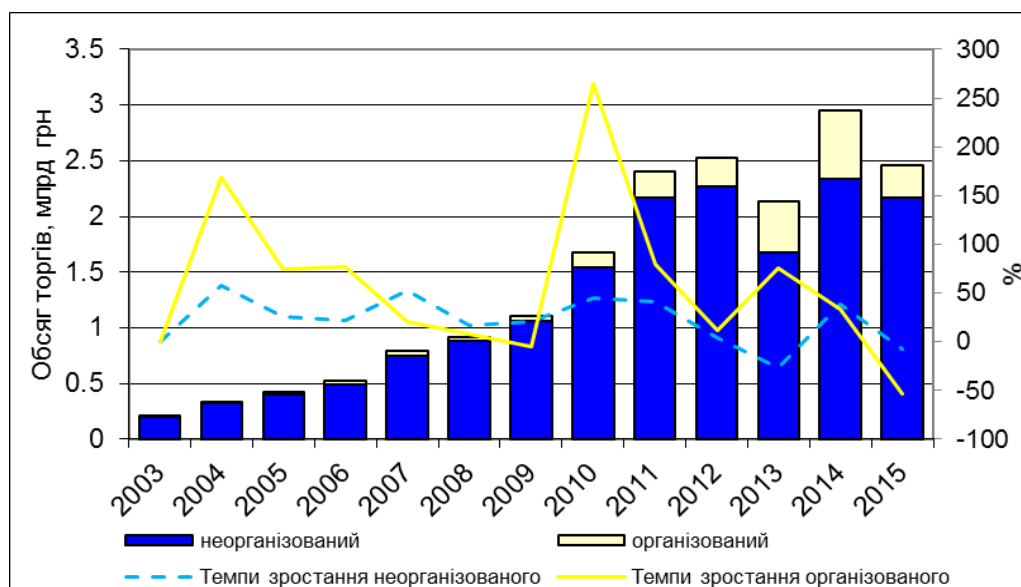


Рис. Ж.8. Динаміка організованого і неорганізованого ринку цінних паперів України, 2003-2015 рр.

Джерело: розрахунки автора на основі [38].

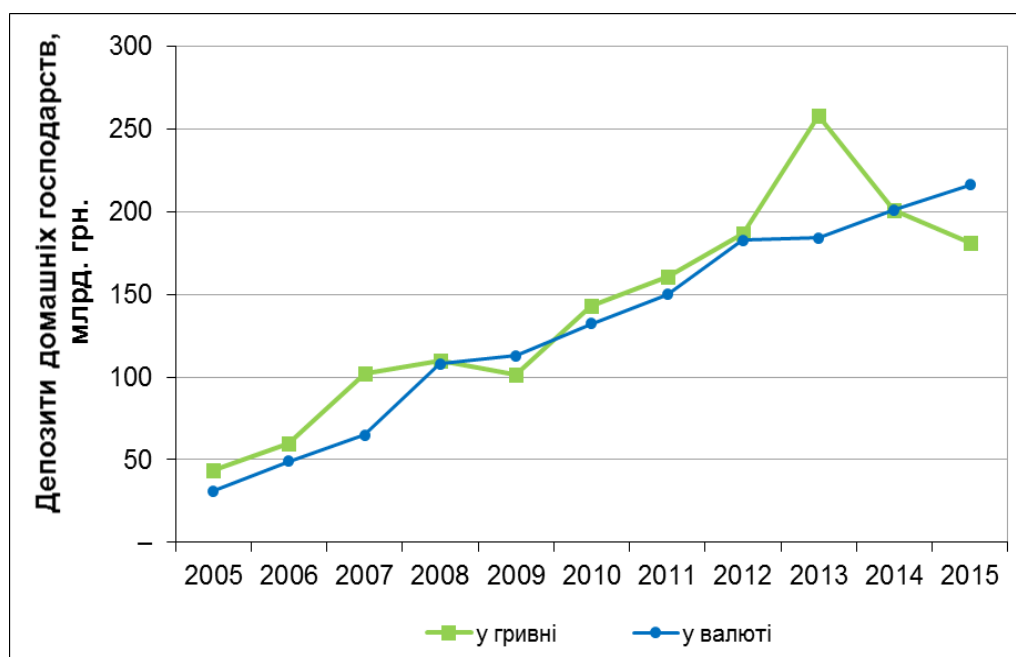


Рис. Ж.9. Динаміка депозитів домашніх господарств в депозитних корпораціях в національній і зарубіжній валюті, 2005-2015 рр.

Джерело. Побудовано автором на основі [7]

Джерело. Побудовано автором за [38, с. 16]

Таблиця Ж.4. Основні фондові біржі в деяких країнах світу.

Регіон	Країна	Біржа	Біржова група	Примітки
Європа	Австрія	Wiener Börse	CEE Stock Exchange Group	
	Бельгія	Euronext Brussels	Euronext(Intercontinental Exchange)	
	Великобританія	London Stock Exchange Group plc(LSE)	London Stock Exchange Group	LSE оголосила про злиття з Deutsche Börse Group 03/2016
	Іспанія	Bolsa de Madrid Bolsa de Valores de Barcelona Bolsa de Valores de Valencia Bolsa de Valores de Bilbao		Найбільша у країні
	Італія	Borsa Italiana	London Stock Exchange Group	
	Нідерланди	Euronext Amsterdam	Euronext(Intercontinental Exchange)	
	Німеччина	Berliner Börse Börsen AG Borse Bremen Borse Dusseldorf Börse München Börse Stuttgart	Consolidates Hamburg and Hannover Stock Exchanges SIX Swiss Exchange	
			European futures exchange Eurex Frankfurt Stock Exchange	Deutsche Börse Group* Deutsche Börse Group*
Польща	Warsaw Stock Exchange			
Росія	Moscow Exchange Moscow Interbank Currency Exchange Stock Exchange Saint – Petersburg Saint - Petersburg Currency Exchange			Найбільша у країні
Румунія	Bucharest Stock Exchange			
Угорщина	Budapest Stock Exchange	CEE Stock Exchange Group		
Турція	Borsa İstanbul			
Франція	Euronext Paris	Euronext(Intercontinent		

		al Exchange)				
	Швейцарія	Berne eXchange SIX Swiss Exchange				
Америка	Канада	Toronto Stock Exchange Canadian Securities Exchange	TMX Group	Найбільша у країні		
		NASDAQ Canada TSX Venture Exchange Aequitas Neo	The NASDAQ OMX Group TMX Group			
	Мексика	Mexican Stock Exchange				
США		NYSE MKT LLC, formerly known as the American Stock Exchange(AMEX)	Intercontinental Exchange Intercontinental Exchange			
		NYSE Arca New York Stock Exchange(NYSE) Philadelphia Stock Exchange(NASDAQ OMX PHLX)	Intercontinental Exchange The NASDAQ OMX Group The NASDAQ OMX Group			
		Boston Stock Exchange	The NASDAQ OMX Group			
		Nasdaq Stock Market National Stock Exchange Miami Stock Exchange	The NASDAQ OMX Group National Stock Exchange Holdings			
		International Securities Exchange Holdings, Inc. Direct Edge	Eurex(Deutsche Börse AG) BATS Global Markets			
		Chicago Stock Exchange Chicago Board Options Exchange BOX Options Exchange, LLC(BOX) BATS Global Markets	Montreal Exchange (біржа деривативів)	Найбільша у країні біржа опціонів		
		Buenos Aires Stock Exchange Mercado Abierto Electrónico Rosario Board of Trade				
		Бразилія	BM&F BOVESPA Rio de Janeiro Stock Exchange			
		Азія	Гонконг	Hong Kong Stock Exchange		
			Індія	Bombay Stock		

	Exchange National Stock Exchange of India	Найбільша у країні
КНР	Shanghai Stock Exchange Shenzhen Stock Exchange	
Сінгапур	Singapore Exchange Limited	
Південна Корея	Korea Exchange Fukuoka Stock Exchange	
Японія	Nagoya Stock Exchange Tokyo Stock Exchange Osaka Securities Exchange	Найбільша у країні біржа Japan Exchange Group Japan Exchange Group

Джерело. [39], Світова федерація бірж, сайти бірж.

Таблиця Ж.5. Максимально довгі періоди негативної кумулятивної реальної дохідності на періоді 1900-2005 рр.

	Реальна дохідність за період %						
	США	Велико- британія	Франція	Німеччина	Японія	Світ в цілому	Світ в цілому без урахування США
Дохідність %	-7	-4	-8	-8	-1	-9	-11
Період	1905-20	1900-21	1900-52	1900-54	1900-50	1901-20	1928-50
Тривалість, років	16	22	53	55	51	20	23

Джерело. [89, с. 12]

Таблиця Ж.6 Фондові індекси акцій з поправкою на інфляцію: Україна, Росія і Польща 1997-2015 рр.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Україна										
PFTS	100,0	24,2	33,9	34,6	23,4	31,1	44,0	121,9	142,9	183,6
Росія										
ММВБ	100,0	38,5	18,5	13,9	18,0	20,3	28,3	27,0	43,2	65,3
Польща										
WIG	100,0	79,6	102,0	90,4	66,3	67,0	96,2	115,9	155,0	218,5
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	
Україна										
PFTS		376,8	72,4	115,7	178,3	89,9	55,0	50,4	48,7	20,8
Росія										
ММВБ		66,3	18,7	36,5	41,9	31,8	31,8	30,2	25,9	26,6
Польща										
WIG		233,9	109,5	155,9	180,4	136,4	165,7	176,4	177,0	176,9

Джерело. Побудовано автором. Значення індексів на кінець року взяті з сайтів відповідних бірж, дані по інфляції узяті з бази даних Світового банку [192]. Базовим значенням 100 прийняти значення на кінець 1997 р.

* – дані за перші три квартали, дані по інфляції отримані від центральних банків відповідної країни.

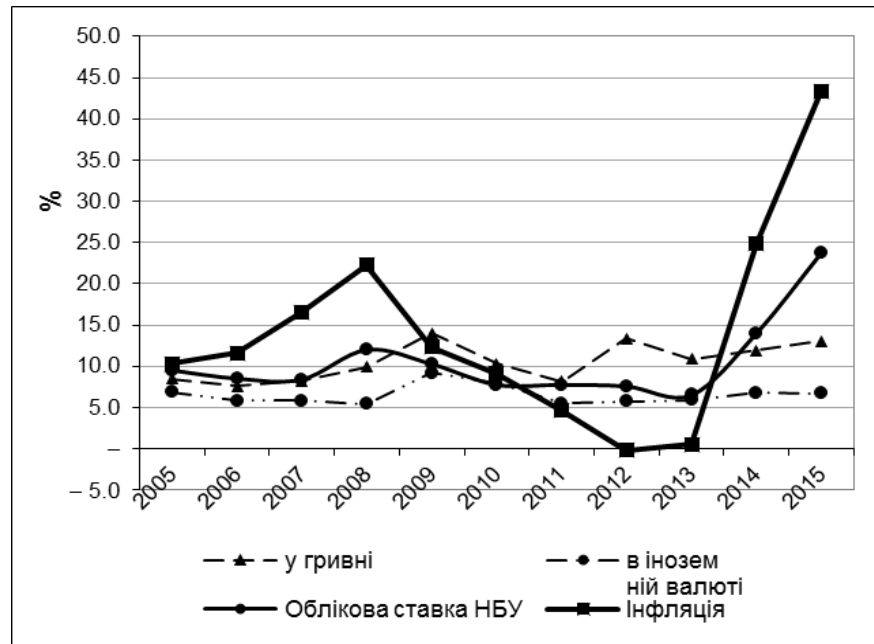


Рис. Ж.11. Річні процентні ставки по депозитах комерційних банків в Україні, облікова ставка НБУ та інфляція, %, 2005-2015 рр.

Джерело: Побудовано автором на основі даних НБУ [7].

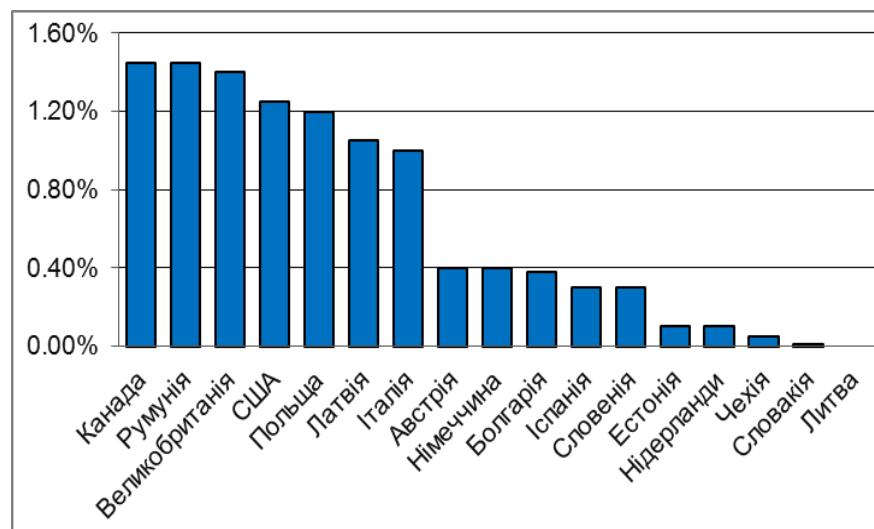


Рис. Ж.12. Процентні ставки деяких країн по річних депозитах в національній валюті, березень 2016 року. Джерело. Побудовано на основі [191].

Таблиця Ж.7. Класифікація фондових ринків країн світу за компанією FTSE.

Розвинуті	Передові серед тих що розвиваються	Вторинні серед тих що розвиваються	Пограничні
DEVELOPED	ADVANCED EMERGING	SECONDARY EMERGING	FRONTIER
25 ринків	10 ринків	11 ринків	26 ринків
Австралія	Бразилія	Чилі	Бахрейн
Австрія	Чехія (7)	Китай	Бангладеш
Бельгія / Люксембург	Угорщина (3)	Колумбія	Ботсвана
Канада	Малайзія (7)	Єгипет	Болгарія
Данія	Мексика	Індія	Кот-д'Івуар
Фінляндія	Польща (3)	Індонезія	Хорватія
Франція	Південна Африка	Пакистан	Кіпр
Німеччина	Тайвань	Перу	Естонія
Греція (1) і (11)	Таїланд (8)	Філіппіни	Гана (9)
Гонконг	Туреччина (7)	Росія	Йорданія
Ірландія		ОАЕ (5)	Кенія
Ізраїль (2)			Литва
Італія			Македонія
Японія			Мальта (6)
Нідерланди			Маврикій
Нова Зеландія			Марокко (10)
Норвегія			Нігерія
Португалія			Оман
Сінгапур			Катар (12)
Південна Корея (4)			Румунія
Іспанія			Сербія
Швеція			Словацьчина
Швейцарія			Словенія
Великобританія			Шрі Ланка
США			Туніс
			В'єтнам

Примітки.

(1) 02 січня 2001 – Греція переміщається із групи Передові серед тих що розвиваються в групу Розвинуті

20 июня 2003 – Венесуела видаляється із групи Вторинні серед тих що розвиваються, з нульовим значенням

(2) 22 вересня 2008 – Ізраїль переміщається из групи Передові серед тих що розвиваються до групи Розвинуті

(3) 22 вересня 2008 – Венгрія и Польща переміщуються из групи Вторинні серед тих що розвиваються до Передові серед тих що розвиваються

(4) 21 вересня 2009 – Південна Корея переміщається из групи Передові серед тих що розвиваються в групу Розвинуті

20 вересня 2010 – Аргентина переміщається із групи Вторинні серед тих що розвиваються в групу Пограничні

(5) 20 вересня 2010 – ОАЕ додається одразу в групу Вторинні серед тих що розвиваються із некласифікованих пропускаючи групу Пограничні

(6) 20 вересня 2010 – Мальта додається в групу Пограничні із некласифікованих

(7) 20 червня 2011 – Чехія, Малайзія і Турція переміщуються із групи Вторинні серед тих що розвиваються в групу Передові серед тих що розвиваються

(8) 20 червня 2011 – Таїланд переміщається із групи Вторинні серед тих що розвиваються в групу Передові серед тих що розвиваються

(9) 18 червня 2012 – Гана додається в групу Пограничні із некласифікованих

(10) 22 юня 2015 – Марокко переміщається із групи Вторинні серед тих що розвиваються в групу Пограничні

22 юня 2015 – Аргентина переміщається із групи Пограничні у некласифіковані

(11) март 2016 – Греція буде переміщена із групи Розвинуті до групи Передові серед тих що розвиваються

(12) вересня 2016 – Катар переміщається із групи Пограничні в групу Вторинні серед тих що розвиваються

Вересень 2016 – Латвія і Палестина будуть додані в групу Пограничні із некласифікованих

Джерело. [112]

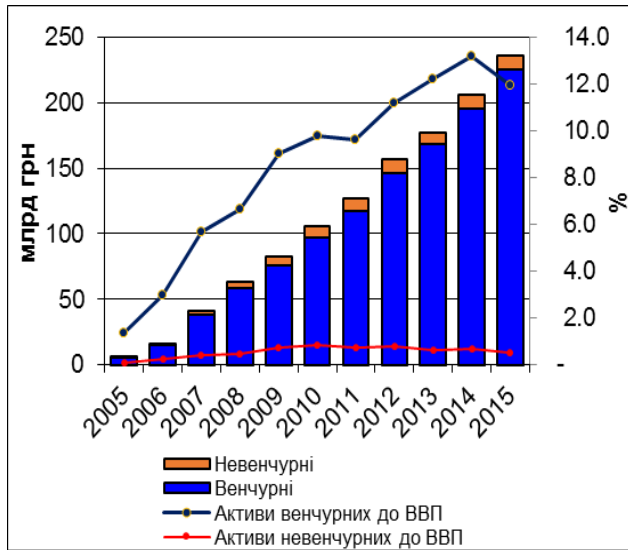


Рис. Ж.18. Динаміка вартості активів ІСІ в Україні, 2005-2015 рр.
Джерело. Побудовано автором за [11].

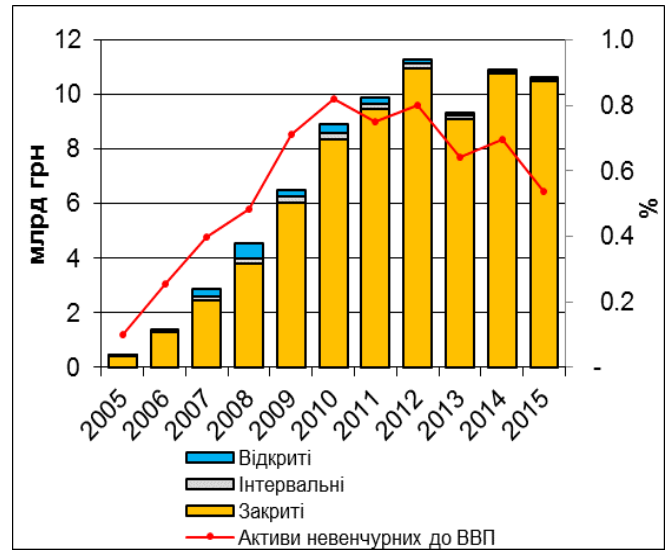


Рис. Ж.19. Динаміка вартості активів невенчурних ІСІ в Україні, 2005-2015 рр.
Джерело. Побудовано автором за [11].

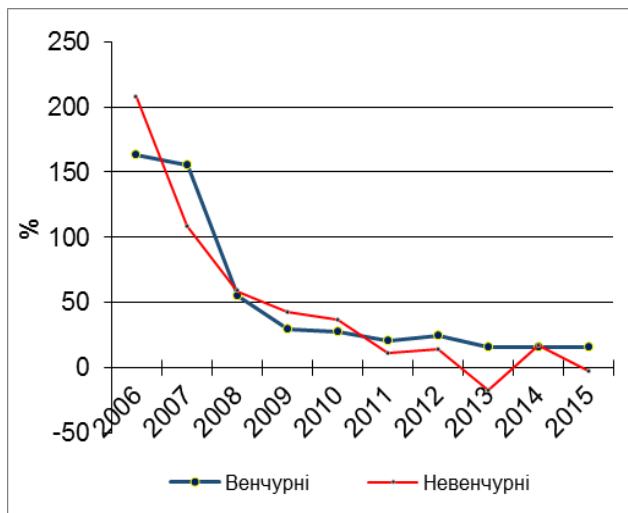


Рис. Ж.20. Темпи приросту активів ІСІ в Україні за 2006-2015 рр.
Джерело. Побудовано автором на основі даних [11].

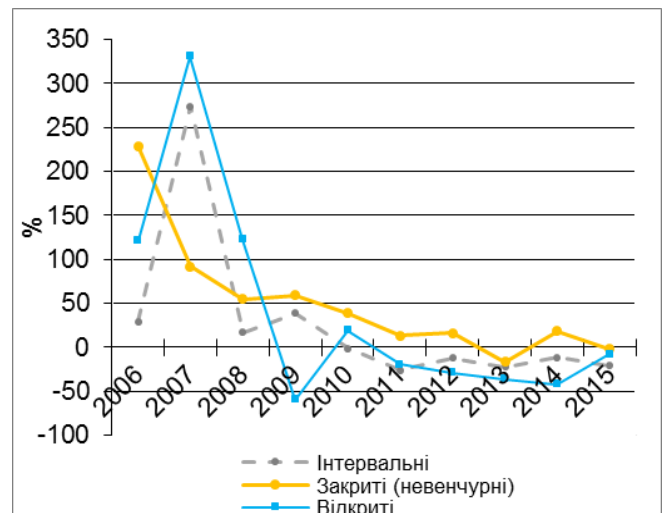


Рис. Ж.21. Темпи приросту активів невенчурних ІСІ в Україні за 2006-2015 рр.
Джерело. Побудовано автором на основі даних [11].

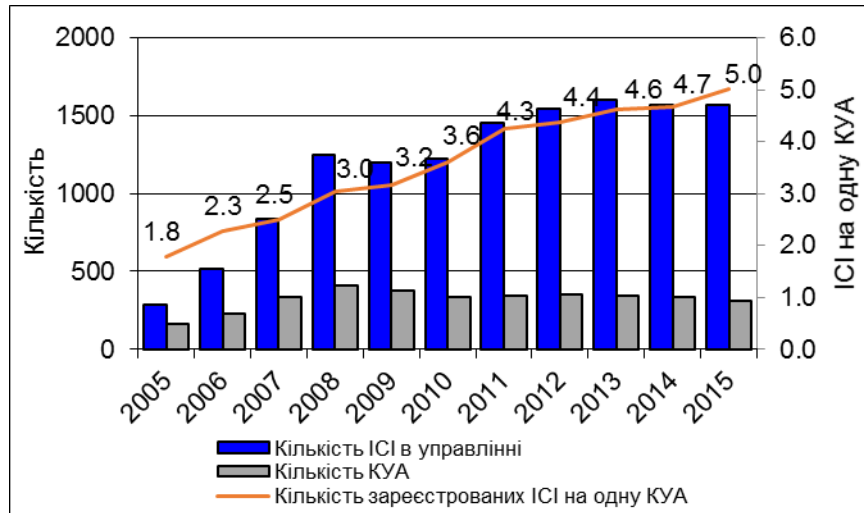


Рис. Ж.22. Динаміка концентрації галузі ІСІ в Україні, 2005-2015рр.

Джерело. Побудовано автором за [11].

Таблиця Ж.8. Кількість ІСІ, що досягли нормативу мінімального обсягу активів, за типами, видами та правовими формами фондів за типами в Україні, 2015 рік.

		ПІФ	КІФ
Відкриті	відкриті диверсифіковані	21	
	відкриті спеціалізовані	5	
Інтервальні	інтервальні диверсифіковані	22	2
	інтервальні спеціалізовані	2	
Невенчурні	закриті диверсифіковані	9	
	закриті недиверсифіковані невенчурні	31	63
	закриті недиверсифіковані венчурні	803	189

Джерело. Побудовано автором за [49].

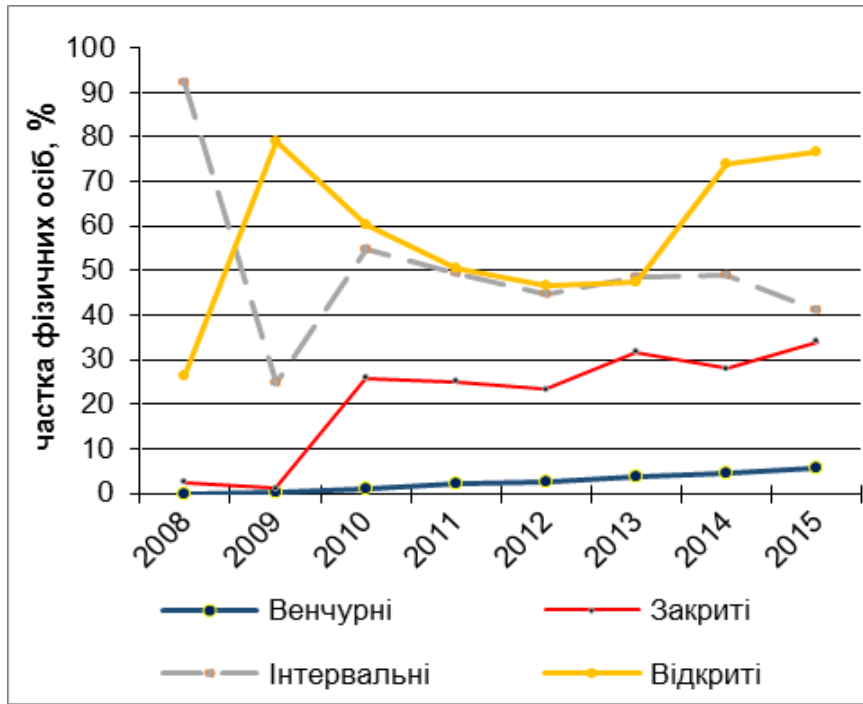


Рис. Ж.23. Розподіл ВЧА ІСІ між фізичними та юридичними інвесторами за типом фондів, за період 2008-2015 рр., частка у ВЧА.

На лівій вісі відмічена частка фізичних осіб. Частка юридичних осіб = (100% - частка фіз. осіб).

Джерело. Побудовано автором за [11].

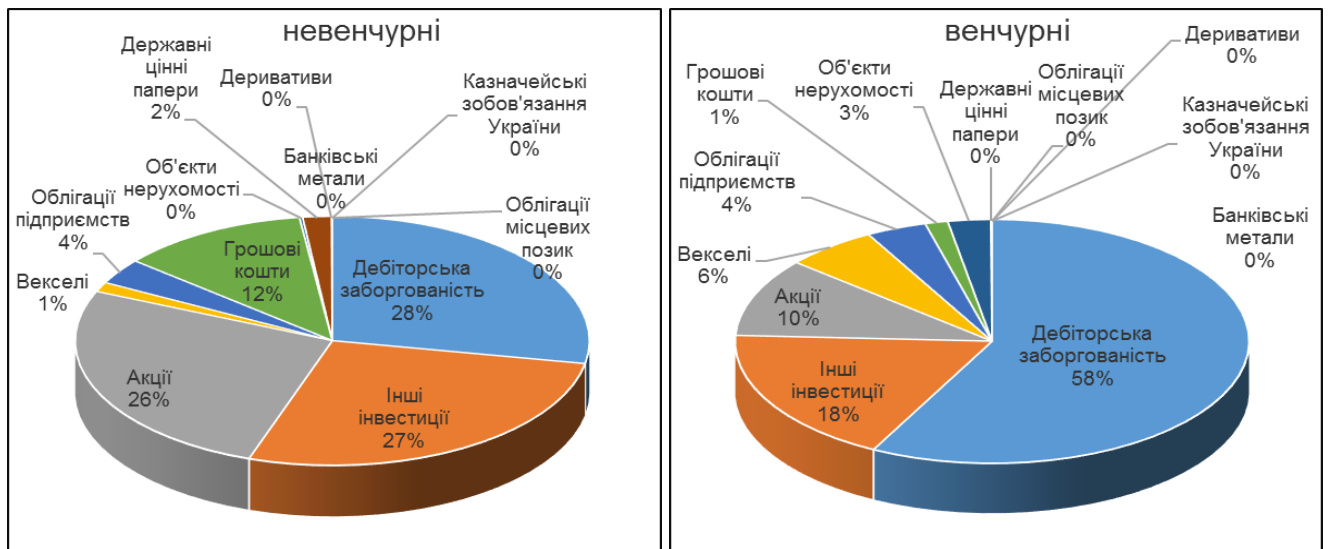


Рис. Ж.14. Структура активів діючих ІСІ в Україні, венчурних та невенчурних, 2015 рік.

Джерело. Побудовано автором за [38].



Рис. Ж.15. Структура активів недержавних пенсійних фондів в Україні, 2015 рік.
Джерело. Побудовано автором за [38].

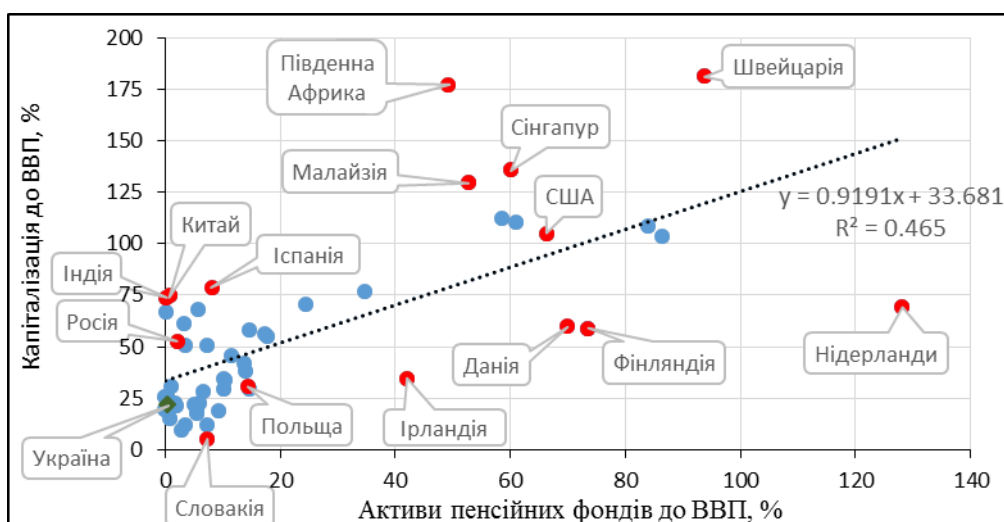
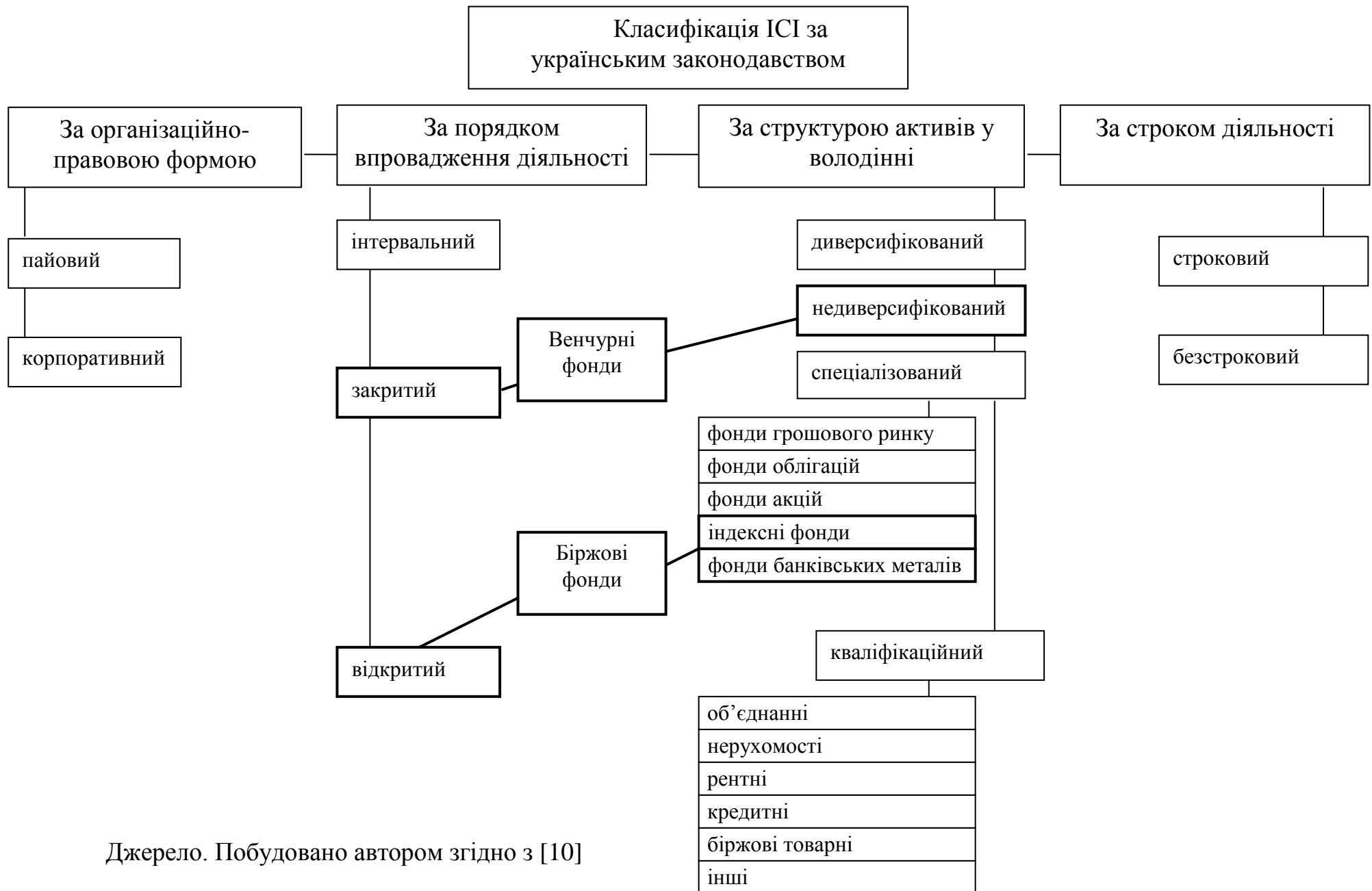


Рис. Ж.16 Залежність між активами накопичувальної пенсійної системи і розвитком фондового ринку.
Джерело. Побудовано автором на підставі даних [192], середні значень за період 2008-2012 рр. Рівень ринкової капіталізації використовується як оцінка рівня розвитку ринку. У вибірку включені ті країни, в яких окрім капіталізації, є дані по обороту, що підтверджують рівень розвитку ринку. З вибірки вилучений Гонконг зі значеннями (32;460).

Рис. Ж.17*. Класифікація ІСІ за українським законодавством



Джерело. Побудовано автором згідно з [10]

*Примітка до Рис. Ж.17.

Згідно з законом [10] класифікація ІСІ відбувається наступним чином:

1). В залежності від організаційно-правової форми ІСІ поділяються на корпоративні та пайові. Корпоративний фонд створюється у формі відкритого акціонерного товариства, з чого випливає, що органами управління є загальні збори акціонерів та спостережна рада. Пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою, активи належать інвесторам за правом спільної часткової власності на підставі придбання інвестиційного сертифікату, емітованого фондом.

2). В залежності від порядку впровадження діяльності – в залежності від наявності можливості для інвестора повернути ЦП ІСІ емітенту з поверненням грошового еквіваленту: відкритий, інтервальний або закритий тип:

- відкритий тип: ІСІ бере на себе зобов'язання здійснювати у будь-який час на вимогу інвесторів цього інституту викуп емітованих ним цінних паперів;

- інтервальний тип: ІСІ бере на себе зобов'язання здійснювати на вимогу інвесторів цього інституту викуп емітованих ним цінних паперів, протягом обумовленого у проспекті емісії строку (інтервалу);

- закритий тип: ІСІ не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих ним цінних паперів, до моменту його припинення.

3). В залежності від строку діяльності: строковий або безстроковий.

У регламенті строкового ІСІ встановлюється певний строк, після закінчення якого зазначений ІСІ завершує діяльність, якщо не прийнято рішення про продовження строку діяльності. Продовження строку діяльності строкового інституту спільного інвестування може здійснюватися необмежену кількість разів. Безстроковий інститут спільного інвестування створюється на невизначений строк.

4). В залежності від структури активів у володінні: диверсифікований, недиверсифікований, спеціалізований або кваліфікаційний вид.

- Диверсифіковані ІСІ одночасно відповідають таким вимогам:

1. сумарна вартість ЦП одного емітента в активах ІСІ не перевищує 10% загального обсягу цінних паперів відповідного випуску цього емітента;

2. сумарна вартість ЦП, в активах ІСІ, що перевищує 5% загального обсягу випуску ЦП, на момент їх придбання не перевищує 40% вартості чистих активів ІСІ;

3. не менш як 80% загальної вартості активів ІСІ становлять кошти, в тому числі, на банківських депозитних рахунках, депозитні сертифікати, банківські метали, облігації підприємств та місцевих позик, державні цінні папери, а також цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі.

- Спеціалізовані ІСІ інвестують активи виключно у визначені Законом «Про ІСІ» активи, та розрізняються за такими класами: фонди грошового ринку, фонди державних цінних паперів, фонди облігацій, фонди акцій, індексні фонди, фонди банківських металів.

- Кваліфікаційні ІСІ, інвестують активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не мають будь-яких вимог до структури активів. Активи кваліфікаційних ІСІ розрізняються за такими класами: об'єднаний клас цінних паперів, клас нерухомості, клас рентних активів, клас кредитних активів, клас біржових товарних активів, інші класи активів, які НКЦПФР може вводити та відносити до кваліфікаційних.

- ІСІ, які не відносяться до диверсифікованого, спеціалізованого або кваліфікаційного інституту спільного інвестування, є недиверсифікованими.

На базі існуючої класифікації окремо виділяються 2 типи фондів: венчурні та біржові.

5). До венчурних фондів відносяться недиверсифіковані ІСІ закритого типу, які здійснюють виключно приватне розміщення своїх ЦП серед юридичних та фізичних осіб.

6). З 2014 року законодавчо передбачена можливість створення біржових фондів – аналогів Exchange-Traded Funds.

Біржові ІСІ мають одночасно відповідати таким вимогам:

1. ЦП обов'язково мають обіг на фондовій біржі;

2. «придбання ЦП під час їх первинного розміщення чи продаж емітентом раніше викуплених цінних паперів або пред'явлення до викупу цінних паперів такого інституту здійснюється учасниками такого інституту чи інвесторами через андеррайтера таких цінних паперів або андеррайтером за власний рахунок чи за рахунок його клієнтів». Цією вимогою забезпечується можливість для інвестора пред'явити ЦП ІСІ до погашення до авторизованного учасника (андеррайтера).

3. андеррайтер (авторизований учасник) ЦП біржового ІСІ зобов'язаний підтримувати котирування (ціни попиту та пропозиції) таких цінних паперів на визначеній проспектом емісії фондовій біржі;

4. погашення авторизованим учасникам відбувається активами фонду, а не в грошовому еквіваленті: «оплата цінних паперів такого ІСІ під час їх продажу або викупу емітентом може здійснюватися у відповідній пропорції активами, визначеними інвестиційною декларацією зазначеного інституту».

5. біржовий ІСІ може створюватися тільки як відкритий фонд, що забезпечує можливість пред'явити ЦП фонду до погашення безпосередньо емітенту.

Окрім цих умов, законом накладається обмеження щодо структури активів у володінні: біржовий ІСІ може бути тільки спеціалізованим фондом – індексним або фондом банківських металів.

«Проспектом емісії цінних паперів біржового ІСІ можуть встановлюватися вимоги щодо мінімальної кількості або вартості цінних паперів, що можна придбати при їх розміщенні або пред'явити до викупу» – розміщення відбувається блоками (units).

Порядок взаємодії компанії з управління активами біржового інституту спільного інвестування та андеррайтером цінних паперів такого інституту встановлюється НКЦПФР.

До того ж є такі обмеження на структуру активів відкритих, інтервальних та строк закритих ІСІ:

- відкритими можуть бути тільки диверсифіковані або спеціалізовані ІСІ;
- інтервальними можуть бути тільки диверсифіковані, спеціалізовані та кваліфікаційні ІСІ;
- закритими можуть бути лише строкові ІСІ.

Примітка Ж.1.

Структура активів спеціалізованого індексного фонду (БФ створюється у формі спеціалізованого індексного фонду або фонду банківських металів, прим. автора) повинна одночасно відповідати таким вимогам: 1) вартість цінних паперів повинна становити не менш як 80% загальної вартості активів фонду; 2) кількість цінних паперів, що входять до активів фонду, повинна бути пропорційною кількості цінних паперів, що входять до індексного кошика. При цьому різниця між часткою цінних паперів одного емітента в загальній вартості цінних паперів, за якими розраховується індекс, і часткою таких цінних паперів у вартості активів фонду, що складаються з цінних паперів, не може перевищувати 10%, якщо інше не встановлено НКЦПФР. [10].

У цьому законі також перераховується можливий склад активів спеціалізованого індексного фонду. Окрім грошей в національній або іноземній валюті це можуть бути «цінні папери, що входять до складу індексного кошика обраного індексу фондової біржі. Вимоги до індексу та методики його розрахунку встановлюються НКЦПФР». Таким чином, різноманітність фондів обмежується існуючими індексами фондових бірж, яких в Україні налічується три.

Згідно тієї ж статті п. 24 активи ІСІ не можуть включати, окрім іншого, цінні папери інших інститутів спільного інвестування (За виключенням цінних паперів біржових індексних фондів для спеціалізованих фондів акцій, облігацій та банківських металів) що означає неможливість створення фондів фондів, ні біржових, ні звичайних. Враховуючи нерозвиненість ІСІ, відносно низький попит на ЦП ІСІ, відсутність в індустрії великої кількості кваліфікованих управляючих, потреба в таких фондах зараз гостро не стоїть і можливість їх створення не сприяла б розвитку фондового ринку.

“ЗАТВЕРДЖУЮ”

Проректор з наукової роботи
д.б.н., проф.

Іваниця В.О.
“ 02 ” 2017 р.



“ЗАТВЕРДЖУЮ”

Проректор з науково-педагогічної
роботи

д.б.н., проф.
Запороженко В.О..
“ 02 ” 2017 р.



АКТ

впровадження результатів науково-дослідної роботи в навчальний процес

Дисертаційне дослідження Науменка Кліма Владиславовича на тему: «Інститути спільного інвестування в умовах глобальної фінансової нестабільності» виконано в рамках наукових тем кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Інституту математики, економіки та механіки Одеського національного університету імені І.І. Мечникова: «Стійкий розвиток національних економік в умовах нестабільності світової валютно-фінансової системи», Наказ ОНУ № 742-18 від 28.03.2011, Шифр 220 та «Аналіз розвитку національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності», Наказ ОНУ № 593-18 від 17.03.2016, Шифр 149, та впроваджено в навчальний процес у 2012-17 роках при проведенні лекційних та семінарських занять з дисциплін «Спільні підприємства у світовій економіці», «Міжнародні економічні відносини» та з дисципліни спеціалізації «Управління міжнародними портфельними інвестиціями».

Директор ІМЕМ
проф.

“ 02 ” 2017 р.



Науковий керівник
теми № 149
проф.

Якубовський С.О.
“ 07 ” 02 2017 р.

Завідувач кафедри
світового господарства і міжнародних
економічних відносин
проф.

Якубовський С.О.
“ 07 ” 02 2017 р.



ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ
ПОРТФЕЛЬНЫЙ ИНВЕТОР
ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ТОРГОВЛЯ И ХРАНЕНИЕ

№ 13/2

20.01.2017

За місцем вимоги

Довідка
про впровадження результатів
наукового дослідження
**«Институты спільного інвестування в умовах глобальної фінансової
нестабільності»**

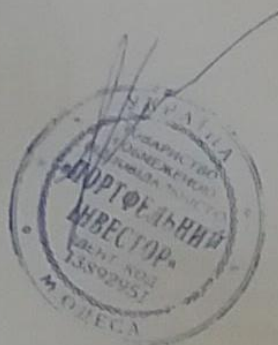
Науменка Клима Владиславовича

Товариство з обмеженою відповідальністю «Портфельний інвестор» засвідчує, що наукові висновки та результати зазначеної вище дисертаційної роботи були використані в роботі фонду.

Зокрема, були враховані результати автора щодо характеристик та оцінки властивостей біржових фондів, їх ризиків для інвесторів, застереження щодо використання різних стратегій інвестування, а також аналіз вад та недоліків українського ринку, що дозволило скоригувати інвестиційні стратегії компанії та доповнити внутрішні програми та положення.

Директор

ТОВ «Портфельний інвестор»



Кабанов А. О.

Вих. №21-11110
24.02.2017

Одеський національний
університет імені І. І.
Мечникова

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи

Спеціалісти Управління цінних паперів Акціонерного банку «Південний» детально ознайомилися з дисертаційною роботою Науменка К. В. «Інститути спільного інвестування в умовах глобальної фінансової нестабільності» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. На нашу думку, робота містить надзвичайно докладний та актуальний аналіз ринків інститутів спільного інвестування, тенденцій та трендів на них, гармонійно поєднуючи теоретичні та практичні аспекти. Особливо важливою для нас є частина роботи, яка аналізує стан українського фондового ринку та дає прогнози та рекомендації щодо його можливого подальшого розвитку.

Ті частини роботи, в яких пояснюється використання інструментів спільного інвестування інвесторами та зв'язок інвестиційних фондів з накопичувальними пенсійними системами, ми використовуємо для роз'яснення клієнтам базових принципів роботи фінансових ринків та деталей наших пропозицій. Крім того, погляд автора роботи на перспективи розвитку українського ринку було враховано нами при нещодавньому перегляді довгострокових інвестиційних планів банку.

Таким чином, ми підтверджуємо, що результати роботи Науменка К. В. використані та будуть використовуватися у майбутньому в роботі Управління цінних паперів.

Начальник Управління
цінних паперів

005052



О. М. Сапега