
Пластун В.Л.
Пластун О.Л.

**ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕСТОРИ:
РОЛЬ У РОЗВИТКУ
ФОНДОВОГО РИНКУ**

Монографія

ТОВ «Друкарський дім «Папірус»
Суми - 2012



State Higher Educational
"UKRAINIAN ACADEMY OF
OF THE NATIONAL BANK

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

УДК 336.76
ББК 65.9(4Укр)262.2
П 37

Рекомендовано до друку вченою радою Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України”, протокол № 3 від 05.11.2012 р.

Автори:

канд. екон. наук, доц. *В.Л. Пластун* – вступ, розділ 1, розділ 2, висновки;
канд. екон. наук, доц. *О.Л. Пластун* – розділ 3, розділ 4

Рецензенти:

д-р екон. наук, проф., завідуючий кафедрою менеджменту ЗЕД
та євроінтеграції

Сумського національного аграрного університету
Л.І. Михайлова;

д-р екон. наук, проф., завідуючий кафедрою економічної теорії
Сумського державного університету

О.В. Прокопенко;

д-р екон. наук, проф., завідуючий кафедрою бухгалтерського
обліку і аудиту

ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”

Ф.О. Журавка

П 37 Пластун В.Л., Пластун О.Л. Інституційні інвестори: роль у розвитку фондового ринку: монографія / В. Л. Пластун, О. Л. Пластун. – Суми: ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2012. – 212 с.

У монографії розглянуто особливості роботи інституційних інвесторів на фондовому ринку, окреслено основні проблеми і напрями їх вирішення в процесах взаємодії. У роботі наголошено на необхідності аналізу біржової інформації в процесі прийняття інвестиційних рішень інституційними інвесторами.

Монографію рекомендовано для фахівців у галузі фінансових ринків, біржової справи, а також для студентів та аспірантів економічних спеціальностей, науковців і викладачів вищих навчальних закладів та інших зацікавлених осіб.

© Пластун В.Л., Пластун О.Л., 2012

ISBN 978-966-2787-46-7

© ТОВ «Друкарський дім
«Папірус», 2012

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
-------------------	----------

РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНІ АСПЕКТИ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ ТА ЇХ ЗНАЧЕННЯ ДЛЯ ФОНДОВОГО РИНКУ	6
---	----------

<i>1.1. Сутність інституційних інвесторів та їх значення для фондового ринку.....</i>	<i>6</i>
<i>1.2. Особливості діяльності інституційних інвесторів України на сучасному етапі</i>	<i>23</i>
<i>1.3. Світові тенденції розвитку інституційних інвесторів</i>	<i>48</i>

РОЗДІЛ 2. ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКИ У РОЗВИТКУ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ І ФОНДОВОГО РИНКУ	71
---	-----------

<i>2.1. Особливості взаємного впливу між інституційними інвесторами і фондовим ринком.....</i>	<i>71</i>
<i>2.2. Емпіричне дослідження причинних зв'язків у розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку України.....</i>	<i>84</i>
<i>2.3. Значення інституційних інвесторів у структурній перебудові фондового ринку</i>	<i>97</i>

РОЗДІЛ 3. АНАЛІЗ БІРЖОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ ЯК НЕОБХІДНА УМОВА ЕФЕКТИВНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ	107
--	------------

<i>3.1. Гіпотеза ефективного ринку як сучасна концепція, що пояснює поведінку біржових ринків.....</i>	<i>107</i>
<i>3.2. Технічний і фундаментальний аналіз – найбільш розповсюджені методи аналізу біржової діяльності.....</i>	<i>119</i>
<i>3.3. Аналіз та оцінка взаємного впливу біржових активів як база для побудови торгової стратегії інституційного інвестора на основі арбітражу.....</i>	<i>130</i>

РОЗДІЛ 4. УДОСКОНАЛЕННЯ РОБОТИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ НА БАЗІ РОЗВИТКУ МЕТОДОЛОГІЇ АНАЛІЗУ БІРЖОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ	148
--	------------

<i>4.1. Стратегія і тактика роботи інституційних інвесторів під час форс-мажорних ситуацій.....</i>	<i>148</i>
---	------------

4.2. <i>Корегування роботи інституційних інвесторів на базі оцінки ринкової волатильності</i>	169
4.3. <i>Нові методи аналізу біржової інформації як запорука конкурентних переваг інституційних інвесторів</i>	182

ВИСНОВКИ	198
-----------------------	------------

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	200
---	------------

ДОДАТКИ	210
----------------------	------------

Державний вищий навчальний заклад
«УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

State Higher Educational
ACADEMY OF
OF THE NATIONAL BANK



ВСТУП

Інституційні інвестори є важливою ланкою в системі фінансового посередництва. Це доведено світовим досвідом їхньої роботи на фінансових ринках. На інституційних інвесторів сумарно припадає близька 100 трлн. дол. США, вкладених у різні види фінансових активів. Їхні інвестиційні портфелі включають вкладення в акції і облигації підприємств, державні цінні папери, нерухомість та цінні папери фінансових посередників. Активність інституційних інвесторів на фондовому ринку змінює не тільки сам ринок, а й має видимі наслідки для економіки в цілому. На сучасному етапі розміщення будь-якої крупної емісії цінних паперів як на національному, так і на міжнародному рівні неможливе без участі цих фінансових посередників.

Українські реалії свідчать про послідовну еволюцію інституційних інвесторів. Темпи їхнього розвитку поки що носять екстенсивний характер, пов'язаний із нарощуванням обсягів активів. Тим не менш, їх вплив на фондовий ринок уже зараз є відчутним, а процеси, що відбуваються на фондовому ринку, мають зворотний вплив на самих інституційних інвесторів. Світовий досвід показує, що завдяки таким процесам можуть відбуватися якісні зміни як на фондовому ринку, так і в діяльності інституційних інвесторів.

Інвестиційні стратегії інституційних інвесторів вимагають активного використання інструментів фондового ринку: здійснюючи операції з купівлі-продажу цінних паперів, вони безпосередньо формують попит і пропозицію на ньому, активно втручаючись у процеси ціноутворення. Тому вибір оптимальної торгової стратегії на підставі аналізу біржової інформації є основою формування ефективних рішень, наслідком яких має бути досягнення найкращого співвідношення між досягнутою дохідністю інвестиційного портфеля і прийнятим ризиком, запорукою того, що клієнти, які довірили кошти в управління, отримають бажаний результат.

Отже, актуальність дослідження є очевидною, а проблеми, що розглядаються в рамках цієї монографії, мають перспективу стати ще більш вагомими в найближчому майбутньому.

Монографію рекомендовано для фахівців у галузі фінансових ринків, біржової справи, а також для студентів та аспірантів економічних спеціальностей, науковців і викладачів вищих навчальних закладів та інших зацікавлених осіб.

ЗАГАЛЬНІ АСПЕКТИ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ ТА ЇХ ЗНАЧЕННЯ ДЛЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

1.1. Сутність інституційних інвесторів та їх значення для фондового ринку

За останні десятиліття суттєво підвищилася роль інституційних інвесторів на фінансовому ринку. Обсяги фінансових ресурсів, які знаходяться в розпорядженні цих економічних суб'єктів, є одними із найбільших серед усіх представників фінансового посередництва, а їхнє функціональне значення для ринку важко переоцінити, особливо коли йдеться про розміщення залучених грошових коштів у цінні папери, що й виступає основою їх діяльності. Зрозуміло, що специфіка формування і розвитку фінансових ринків різних країн світу позначилася і на складі інституційних інвесторів, і на обсягах їх операцій на фінансовому ринку.

Історично сформувалися дві основні моделі фінансових ринків: модель, орієнтована на банківське фінансування (bank based financial system), також відома як континентальна модель, і модель, орієнтована на ринок цінних паперів та систему інституційних інвесторів (market based financial system), відома як англо-американська модель [106].

Континентальна модель характеризується високим ступенем концентрації акціонерних капіталів при незначній кількості акціонерів, не публічному характері розміщення цінних паперів та нерозвиненості вторинного ринку цінних паперів, у той час як англо-американська модель орієнтована на публічне розміщення цінних паперів, характеризується високим ступенем розвитку вторинного ринку. Відзначимо, що наприкінці ХХ – початку ХХІ століть у фінансових ринках більшості європейських країн почали з'являтися риси англо-американської моделі з поступовим наближенням континентальної моделі до англо-американської. Це у свою чергу визначає домінування

інституціональних інвесторів на фінансових ринках більшості розвинених країн світу.

Підвищенню ролі інституційних інвесторів також сприяли нові тенденції на фондових ринках, а саме їхня доступність для індивідуальних інвесторів, надійність ринку, підвищення його ліквідності, збільшення кількості інструментів інвестування, покращення інструментарію для їх аналізу та оцінки (у тому числі завдяки сучасним інформаційним технологіям), загальне збільшення доходів населення, що виступало мотиваційним фактором для інвестування заощаджень. При цьому інституційні інвестори пропонують більш високу ефективність управління вкладеними грошовими коштами, ніж цього можуть досягти індивідуальні інвестори через відсутність у них необхідних професійних навичок і часу для здійснення контролю за своїми інвестиціями. До того ж важливим є й той факт, що інституційні інвестори забезпечують необхідну диверсифікацію ризиків, чого важко досягти індивідуальному інвестору через невеликі обсяги фінансових ресурсів у їх розпорядженні.

Розглянемо, які існують підходи серед вітчизняних і закордонних дослідників до сутності інституційних інвесторів як суб'єктів фінансового ринку.

У роботах окремих дослідників поняття «інституційний інвестор» протиставляється індивідуальному інвестору з точки зору відмінностей між ними, що базуються на використанні індивідуальними інвесторами власних коштів для інвестування та присвоєння собі результатів інвестиційної діяльності, у той час як інституційні інвестори розпоряджаються коштами інших фізичних та юридичних осіб і розподіляють результати інвестування між власниками коштів. Такий підхід можна зустріти, наприклад, у Подшиваленко Г.П. [21]. Зрозуміло, що дане трактування є обмеженим з точки зору відсутності в ньому будь-яких згадок про організаційну належність інституційних інвесторів, особливості їхньої діяльності. До того ж інституційні інвестори можуть використовувати і власні кошти у процесі провадження інвестиційної діяльності.

Наприклад, Б.Г. Федоров вважає, що «інституційні інвестори – це юридичні особи, які активно інвестують власні кошти і кошти клієнтів в акції та інші фінансові активи», зазначаючи при цьому, що типовими представниками інституційних інвесторів є страхові компанії, пенсійні та пайові фонди, корпорації [59]. Відзначимо, що відносячи до інституційних інвесторів корпорації, досліднику варто було уточнити, про які саме суб'єкти йдеться, адже корпорації, що займаються, наприклад, виробництвом продукції, навряд чи можна

відносити до інституційних інвесторів згідно із ознаками, що подані вченим у його визначенні. Також не завжди вкладення коштів інституційних інвесторів здійснюється тільки у фінансові активи.

У визначенні, яке дають З.Г. Ватаманюк та Т.М. Кушнір, ці недоліки відсутні. Вони дотримуються думки, що «інституційні інвестори – це учасники фінансового ринку, які відіграють провідну роль у процесі трансформації заощаджень в інвестиції, акумулюючи кошти індивідуальних зберігачів (як правило, шляхом випуску власних боргових зобов'язань або на довірчій основі), які використовуються для інвестування в фінансові і матеріальні активи (найчастіше у цінні папери), диверсифікуючи інвестиційні вкладення, тим самим зменшуючи ризики, і отримують інвестиційний дохід» [14].

Дж. М. Розенберг визначає інституційного інвестора значно простіше – як «компанію, що інвестує значні кошти в цінні папери» [46]. Очевидно, що такий підхід дозволяє віднести до інституційних інвесторів значну групу суб'єктів, а отже, саме визначення потребує уточнення та конкретизації. До того ж, вчений не визначає особливості залучення грошових коштів, що використовуються для інвестування.

О.М. Мозговий вважає, що інституційних інвесторів слід розглядати як «юридичних осіб, які активно інвестують власні кошти та кошти клієнтів в акції та інші фінансові активи на професійній основі» [33]. Цьому трактуванню також притаманний недолік, що зазначається вище: інвестування коштів може здійснюватися не тільки у фінансову активи.

Я.М. Міркін, розглядаючи сутність інвесторів, поділяє їх на 3 групи: «приватні інвестори (населення), корпоративні інвестори (підприємства, які мають надлишки вільних грошових коштів), інституціональні інвестори (підприємства, в яких надлишки грошових коштів виникають у зв'язку із характером їх діяльності)» [31]. Вчений також відзначає, що інституційних інвесторів називають інститутами контрактних заощаджень, до яких відносять інвестиційні фонди, страхові компанії, пенсійні фонди тощо. На нашу думку, називати інституційних інвесторів підприємствами і до того ж відносити до них ті, в яких виникають надлишки грошових коштів (а такі надлишки можуть виникати в значній кількості економічних агентів), є некоректним. Такі їхні риси зовсім не розкривають особливості інституційних інвесторів як учасників фінансового ринку.

Аналогічне визначення дає С.А. Парахін, стверджуючи, що «інституційні інвестори – це компанії, у яких надлишки грошових коштів виникають через сам характер їх діяльності». Він відносить

до інституційних інвесторів інвестиційні фонди, страхові компанії і пенсійні фонди»[38].

Два вищенаведені підходи швидше дають уявлення, кого саме можна віднести до інституційних інвесторів, ніж розкривають сутність їх діяльності. Зрозуміти, у чому саме проявляються специфічні особливості роботи інституційних інвесторів, із визначень неможливо.

За думкою Б. Батлера, Б. Джонсона, Г. Сидуелла та Е. Вуда, інституційний інвестор – це велика організація, наприклад, страхова компанія, пайовий траст, банк або пенсійний фонд, яка розпоряджається значними сумами грошових коштів і може розмістити їх на фондовій біржі. Вони можуть суттєво впливати на настрої на біржі, а їхня політика відбивається на курсах цінних паперів. Також такі організації спроможні впливати на політику акціонерних товариств, власниками акцій яких вони виступають, особливо в періоди проведення переговорів про злиття та поглинання компаній [8]. У даному випадку дослідники скоріше пояснюють особливості діяльності інституційних інвесторів, ніж дають їх визначення.

У. Шарп узагалі вважає, що поняття «інституційний інвестор» використовується виключно практиками, і в найбільш широкому його трактуванні – це фінансові посередники будь-якого типу, хоча і відзначає, що система таких посередників включає пенсійні фонди, взаємні фонди, страхові компанії та комерційні банки [62].

А.А. Кілячков та Л.А. Чалдасва визначають інституційних інвесторів як портфельних інвесторів, які формують портфель цінних паперів, виходячи з фундаментального прогнозу поведінки їх котирувань у довгостроковому та короткостроковому плані, а потім управляють цим портфелем (купають і продають цінні папери). І в якості представників інституційних інвесторів вони розглядають комерційні банки, інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, пайові інвестиційні фонди, страхові компанії і пенсійні фонди [27]. Очевидно, що обмежувати інституційних інвесторів лише портфельними інвестиціями не варто, хоча в більшості випадків їхня діяльність дійсно спрямована саме на портфельне інвестування. Додамо, що інституційні інвестори вкладають грошові кошти не тільки в цінні папери, а й інші види фінансових активів.

Зовсім стисло характеристику інституційним інвесторам дає Ю.М. Осипов, який визначає їх як «організації, що інвестують кошти в різні активи» [16] і включає до них страхові компанії, депозитні інститути, пенсійні фонди, інвестиційні компанії, накопичувальні фонди (наприклад, благодійні). Відзначимо, що ця дефініція може бути застосована і до інших фінансових посередників, які не

відносяться до інституційних інвесторів, а отже, дане визначення не відображає в повній мірі сутність діяльності інституційних інвесторів.

За думкою Г.І. Іванова, інституційним інвестором слід вважати кредитно-фінансовий інститут, котрий виступає утримувачем акцій, а також організація, основною метою якої є інвестування власних коштів чи коштів інших компаній, якими вона володіє як довірена особа [20]. З нашої точки зору, кредитно-фінансові інститути виступають в якості інституційних інвесторів скоріше як виключення, ніж як правило. Кредитні функції інституційним інвесторам не притаманні, а механізми залучення грошових коштів носять інший характер.

Більш влучне трактування поняття інституціонального інвестора запропоноване І.А. Бланком. Вчений вважає, що інституціональний інвестор – це фінансовий посередник, який здійснює інвестиції шляхом акумуляції коштів більш дрібних інвесторів і, як правило, через цінні папери [9].

У роботі В. Федоренка відзначається, що головним напрямком розміщення наявних грошових коштів для інституційних інвесторів є цінні папери, і на підставі цього пропонується визначення їх сутності як фінансового посередника, який акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, що спеціалізується, як правило, на операціях із цінними паперами [63]. Так само, як і в деяких вищенаведених визначеннях, йдеться про інвестування коштів у цінні папери, що швидше свідчить про обмеження в розумінні сутності інвестиційних інвесторів і більш за все автори мають на увазі інвестиційні фонди і компанії, ніж недержавні пенсійні фонди або страхові компанії, які за характером діяльності акумулюють кошти індивідуальних інвесторів не через цінні папери, і мотиви цих «інвесторів» є дещо іншими, ніж інвестиції у цінні папери.

За думкою А.Г. Загороднього, під інституційним інвестором слід розуміти фінансову організацію, що залучає кошти населення і вкладає основну їх частину в цінні папери. Це інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, страхові компанії, пенсійні каси тощо [19]. Хоча можна погодитися з тим фактом, що кошти населення складають основу фінансових ресурсів інституційних інвесторів, але інші суб'єкти також можуть виступати як постачальники грошових коштів для інституційних інвесторів.

Цей аспект підкреслено у визначенні Т. Кублікової, яка вважає, що інституційні інвестори є обов'язковим учасником сучасного фондового ринку, що професійно трансформує вільні кошти бізнесу й заощадження домогосподарств в інвестиції [28].

Як зазначає А.Б. Борисов, «інституційний інвестор – це кредитно-фінансовий інститут, основним видом діяльності якого є інвестування власних коштів чи залучених коштів інших компаній, якими він володіє як довірена особа» [10]. Очевидно, що говорити про те, що інвестування є основою діяльності абсолютно всіх інституційних інвесторів, не можна. Недержавні пенсійні фонди і страхові компанії все ж таки повинні розглядатися як інститути, основна діяльність яких знаходиться не у сфері інвестування коштів. До того ж кошти, що інвестуються, обмежені «власними коштами чи залученими коштами інших компаній». Це зовсім неправильно через те, що пенсійні кошти чи кошти, що знаходяться в розпорядженні страховиків, не є їхніми власними коштами, і вони не належать до коштів інших компаній, адже ті ж пенсійні активи формуються в тому числі і фізичними особами.

А.Г. Пересада пропонує розглядати інституційних інвесторів як портфельних інвесторів, які формують портфель цінних паперів на підставі фундаментального прогнозу поведінки їхніх котирувань у довготерміновому та середньотерміновому періодах, а потім керують цим портфелем [39].

Відзначимо, що багато вчених не вказують у своїх підходах до сутності інституційних інвесторів таку важливу характеристику їхньої діяльності, як цільову спрямованість. Зрозуміло, що акумуляція грошових коштів та їх трансформація у фінансові активи, якими найчастіше виступають цінні папери, присутні у більшості дослідників. Але якої мети намагаються досягти в процесі своєї діяльності інституційні інвестори, цей аспект часто залишається поза увагою науковців.

У цьому плані підхід російського дослідника Б.Б. Рубцова є кращим за інші, розглянуті вище. Зокрема, він пропонує розрізняти, у першу чергу, індивідуальні та колективні інвестиції, а відповідно інституційні інвестори можуть розглядатися як суб'єкти колективного інвестування, відмінної рисою яких є об'єднання коштів індивідуальних інвесторів у загальний фонд (пул активів) з метою підвищення можливостей диверсифікації, забезпечення стабільності доходів та для досягнення інших інвестиційних цілей [47].

Дещо інший цільовий аспект можна побачити в роботі А.Т. Головки та В.Ф. Кобзар, які під поняттям «інституційний інвестор» розуміють юридичну особу, яка вкладає свої кошти, майно, майнові та немайнові права у цінні папери з метою одержання доходу та посилення свого впливу на управління емітентом. При цьому вони конкретизують, кого саме слід відносити до інституційних

інвесторів. Наприклад, у США – це пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні компанії тощо, в Україні – інвестиційні фонди та інвестиційні компанії [56]. Зрозуміло, що на момент публікації роботи дослідників роль страхових компаній, пенсійних фондів як інституційних інвесторів на фондовому ринку України не визначалася, чим і можна пояснити їхню відсутність серед представників інституційних інвесторів.

Т.І. Лепейко дає достатньо суперечливе трактування сутності інституційних інвесторів, стверджуючи, що це – «юридичні особи, підприємства, основна діяльність яких не пов'язана з ринком цінних паперів і які не мають ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів в якості посередників, але купують цінні папери від свого імені і за свій рахунок» [29]. Можна погодитися, що дійсно українським законодавством не передбачена вимога щодо ліцензування їхньої діяльності, але стверджувати, що основна діяльність інституційних інвесторів не пов'язана з ринком цінних паперів, є помилковим, адже розміщення акумульованих грошових коштів здійснюється саме в інструменти фондового ринку.

Згідно з діючим законодавством України «інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів» [44].

Отже, підсумовуючи співставлення існуючих підходів до визначення сутності інституційних інвесторів, можна виділити кілька спільних рис, що зустрічаються у підходах більшості дослідників. По-перше, і це є достатньо очевидним, інституційний інвестор належить до фінансових посередників і має безпосереднє відношення до інвестиційного процесу. По-друге, ці фінансові інститути здійснюють залучення та акумуляцію коштів дрібних інвесторів (фізичних і юридичних осіб) або принаймні мають можливість розпоряджатися значними обсягами фінансових ресурсів. По-третє, використання залучених коштів здійснюється шляхом управління ними та їх інвестування в різні види фінансових активів, але основу цих інвестицій все ж таки складають цінні папери. По-четверте, метою діяльності інституційних інвесторів є формування портфелів фінансових

активів з метою отримання прибутку на принципах диверсифікації вкладень та їх захисту від втрат, забезпечення стабільного рівня доходу, досягнення інших інвестиційних цілей.

Таким чином, розглянувши різні підходи і трактування поняття інституційних інвесторів, можна зробити висновок, що це фінансові посередники, які розміщують залучені грошові кошти фізичних і юридичних осіб (акумульовані у фонди грошових коштів) в інструменти фондового ринку та інші активи з метою формування портфелів фінансових активів для отримання прибутку на принципах диверсифікації вкладень та захисту їх від втрат, забезпечення стабільного рівня доходу, досягнення інших інвестиційних цілей.

З нашої точки зору, слід підкреслити, що основна (загально-економічна) мета існування і функціонування системи інституційних інвесторів полягає у формуванні джерел грошових коштів для фінансування реального сектору економіки шляхом здійснення ефективних і цілеспрямованих інвестицій. Як фінансові інститути, вони намагаються отримати прибуток від інвестування грошових коштів, розподіл якого відбуватиметься згідно з умовами залучення фінансових ресурсів, а також діючими нормативно-правовими актами.

Типовими ознаками інституційних інвесторів також є: диверсифікація портфеля інвестицій, надання професійних послуг з управління портфелем, публічний характер діяльності, постійний моніторинг їхньої діяльності з боку регулюючих органів.

Ознака диверсифікації полягає у вкладанні залучених коштів за різними напрямками з метою зменшення загальної ризикованості, що дозволяє в цілому компенсувати можливі збитки від інвестування в одні фінансові активи прибутками від інших. Але окрім цього існують і законодавчі обмеження ризиків діяльності інституційних інвесторів, що стосуються напрямів інвестування та обсягів вкладень за окремими напрямками.

Управління інвестиційним портфелем на професійній основі також важлива ознака, притаманна інституційним інвесторам, хоча вони можуть також користуватися послугами і сторонніх управлінських компаній. Наприклад, кошами пайових інвестиційних фондів за українським законодавством повинні управляти компанії з управління активами [41]. За свої послуги вони отримують винагороду, а управління відбувається згідно із заздалегідь сформульованою метою.

Необхідність забезпечення прозорості діяльності інституційних інвесторів диктується важливістю залучення максимально можливої кількості грошових коштів. А цього неможливо досягти, якщо інституційний інвестор не має високої репутації на ринку, яка

виступає своєрідною гарантією успіху діяльності. Більше того, забезпечення доступу до фінансової звітності, напрямам здійснених інвестицій та їхньої ефективності тощо дозволяють потенційному вкладнику обрати саме той інститут, який задовольняє його цілям, а органам нагляду здійснювати належний контроль за діяльністю цих фінансових посередників.

Моніторинг діяльності інституційних інвесторів з боку регулюючих органів викликаний тим фактом, що втрата грошових коштів, залучених ними, може мати суттєві соціально-економічні і політичні наслідки, адже безпосередньо стосуються інтересів значної кількості фізичних осіб у сфері страхування і пенсійного забезпечення. У певній мірі нагляд за інституційними інвесторами – це своєрідний спосіб реалізації гарантії виконання ними своїх зобов'язань.

Відзначимо, що окремі дослідники взагалі пропонують розглядати інституційних інвесторів у широкому сенсі як фінансових посередників будь-якого типу, що відокремлює їх від індивідуальних інвесторів, які самостійно розпоряджаються власними грошовими коштами і здійснюють їх інвестування, виходячи із власних міркувань і розраховуючи на отримання прибутку.

Але підвищення ролі інституційних інвесторів, що спостерігалось в 1970-80 рр. (у першу чергу, у розвинених країнах світу), сформувало більш вузький підхід до цих суб'єктів фінансового ринку як інститутів, що розпоряджаються залученими коштами і здійснюють їх інвестування на професійній основі.

Інституційні інвестори більшістю авторів відносяться до фінансових посередників, які є основними учасниками фондового ринку, перерозподіляють фінансові ресурси від осіб, які їх мають, до осіб, які їх потребують, виходячи з попиту та пропозиції на ці ресурси. Групування фінансових посередників, у свою чергу, дозволяє визначити місце інституційних інвесторів у загальній системі фінансового посередництва.

Наприклад, Д.С. Кидуелл, Р.Л. Петерсон та Д.У. Блекуелл поділяють фінансових посередників на 3 основні групи:

1. Установи депозитного типу, що займаються залученням коштів підприємств і населення у вигляді депозитів, та надання їм позик. Типовими представниками таких установ є комерційні банки та кредитні спілки.

2. Ощадні установи контрактного типу залучають довготермінові заощадження на контрактній основі. Їхні фонди формуються за рахунок періодичних внесків клієнтів згідно з контрактами. До цих установ належать страхові компанії та недержавні пенсійні фонди.

Таблиця 1.1. Узагальнююча характеристика різних інституційних інвесторів

Вид інституційного інвестора	Цільова діяльність	Пріоритет інвестиційної діяльності	Існуючі обмеження	Строки інвестування
ІСІ	Зростання вартості власних цінних паперів	Первинний	Обмеження у ст. 12 ЗУ «Про ІСІ» (корпоративний інвестфонд), ст. 30 ЗУ «Про ІСІ» (пайовий інвест-фонд), ст. 34	Залежать від строку існування
Страхові компанії	Надання страхових послуг	Вторинний	Обмеження у ст. 30-31 ЗУ «Про страхування»	Короткострокові (для компаній з ризикового страхування), середньо- та довгострокові (для компаній зі страхування життя)
Недержавні пенсійні фонди	Пенсійне забезпечення фізичних осіб	Вторинний	Обмеження у ст. 47-49 ЗУ «Про недержавне пенсійне забезпечення»	Довгострокові
Комерційні банки	Надання банківських послуг	Вторинний	Обмеження у ст. 50 ЗУ «Про банки і банківську діяльність»	Коротко- та середньострокові
Компанії з управління активами (безпосередньо не відносяться до інституційних інвесторів)	Професійне управління коштами, які знаходяться в розпорядженні інших інституційних інвесторів	Первинний	Обмеження у ст. 30 ЗУ «Про ІСІ»	У залежності від цілей, які переслідує особа, що надала кошти в управління, та специфіки її діяльності

3. Інвестиційні посередники допомагають учасникам фінансового ринку у здійсненні інвестицій. До таких установ належать інвестиційні банки, інвестиційні фонди і компанії [26].

Таким чином, вони відносять до групи інституційних інвесторів два останні типи фінансових посередників.

Існують і інші підходи до поділу фінансових посередників, але, як правило, страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні компанії і фонди відокремлені від депозитних інститутів.

У той же час у сучасній літературі, присвяченій питанням функціонування фінансових ринків та його сегментів, діяльності фінансових посередників, майже не зустрічаються оригінальні підходи до класифікації саме інституційних інвесторів. Найчастіше автори лише констатують конкретні фінансові інститути, які можуть ними вважатися. Інші поділи хоча й можуть зустрічатися, але вони не виокремлюються і не наголошуються їхніми авторами як класифікаційні ознаки. Тому спробуємо виділити принципові моменти, які притаманні діяльності інституційних інвесторів, сформувані на їхній основі класифікацію, що дозволить ще краще зрозуміти сутність цих фінансових інститутів.

Отже, як було з'ясовано, інституційні інвестори за характером своєї діяльності не можуть поділятися на інвестиційні фонди і компанії, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, банки. Кожен із цих фінансових інститутів використовує відмінні від інших способи залучення капіталу, а саме шляхом емісії власних цінних паперів (ICI), шляхом надання послуг (ризикові страхові компанії), залучення коштів на контрактній основі (страхові компанії зі страхування життя та недержавні пенсійні фонди) або застосовуючи інші способи (банки, які для цього можуть використовувати депозитні кошти, кредити, власні кошти). При цьому кошти можуть надходити як від фізичних, так і юридичних осіб, а отже, первинними інвесторами є індивідуальні та корпоративні клієнти.

Подальша трансформація залучених коштів може призводити до того, що характер капіталу, який при цьому використовується, може відноситися до власних коштів, позикових коштів, залучених коштів, резервів. Фактично майже всі інституційні інвестори можуть використовувати власні, позикові і залучені кошти, а резерви використовуються виключно страховими компаніями та недержавними пенсійними фондами.

Слід підкреслити, що інституційні інвестори мають різний пріоритет інвестиційної діяльності. Для банків, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів інвестиції є лише вторинною

діяльністю, яка супроводжує основну, у той час як інститути спільного інвестування займаються виключно інвестиціями залучених коштів і інших цілей не переслідують, тому для них ця діяльність є первинною.

За своїм юридичним статусом інституційні інвестори можуть бути поділені на ті, що створені у вигляді юридичної особи, і ті, що існують як фонди грошових коштів. Даний момент дуже важливий з точки зору необхідності залучення професійних учасників ринку, які будуть здійснювати управління активами. Тому пайові інвестиційні фонди, а також недержавні пенсійні фонди хоча й залучають грошові кошти, але управління ними буде покладено на компанію з управління активами (або інших суб'єктів, які мають на це право згідно з діючими законодавчо-нормативними актами).

Як уже зазначалося вище (табл. 1.1), на діяльність інституційних інвесторів можуть накладатися обмеження, що стосуються напрямів інвестування грошових коштів, у тому числі на обсяги їхніх вкладень у ті чи інші види активів. Тому самі інституційні інвестори можуть бути поділені за напрямами інвестування на такі, що інвестують переважно в цінні папери з обмеженнями (ІСІ невенчурного типу), у цінні папери та інші активи з обмеженнями (страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, венчурні ІСІ), у фінансові активи без обмежень (банки). Важливим аспектом напрямів інвестування є наявність інвестиційної декларації, в якій у тому числі визначені інвестиційні активи.

Самі інвестиції можуть мати різні строки. Це обумовлюється строковістю коштів, які є в розпорядженні інституційних інвесторів. Наприклад, банки і ризикові страхові компанії переважно здійснюють короткострокові вкладення, у той час як страхові компанії зі страхування життя орієнтовані на середньостроковий та довгостроковий часовий горизонт, а недержавні пенсійні фонди здійснюють інвестиції переважно в активи з тривалим строком обертання. Із цим пов'язана й загальна частота прийняття управлінських рішень інституційними інвесторами при управлінні сформованими портфелями фінансових активів. Їхня діяльність може бути активною, пов'язаною з постійним коригуванням складу портфеля в залежності від змін у цінах активів; активно-пасивною, коли зміни портфеля відбуваються лише за умови коливань і подій, які впливають на ринкову кон'юнктуру; пасивною, коли сформований портфель майже не підлягає перегляду.

Така політика управління в більшості випадків визначається схильністю до ризиків як самих інституційних інвесторів, так і тих осіб, які передають свої кошти в управління. Тому інституційних

інвесторів можна вважати консервативними, тобто не схильними до ризиків (найчастіше недержавні пенсійні фонди і страхові компанії за страхування життя), помірними, що формують портфелі із середнім рівнем ризику (ризові страхові компанії, ІСІ, банки), агресивні, які схильні приймати значні ризики з метою отримання максимально можливих прибутків (ІСІ окремих видів, особливо венчурні, банки).

Одна з ознак, що використовується для класифікації інвесторів у цілому, може бути застосована і для інституційних інвесторів, а саме мета інвестування. Виходячи із цього, їх можна поділити на ті, цільовими орієнтирами яких є отримання прибутку, збереження реальної вартості фінансових активів, управління ними.

У залежності від місця своєї реєстрації інституційні інвестори можуть бути внутрішніми і зовнішніми, а за місцем здійснення інвестицій – глобальними, регіональними та локальними.

Ще одним поділом інституційних інвесторів можна вважати той момент, що визначає, який регулятор здійснює моніторинг за їхньою діяльністю. У практиці українського фінансового ринку діяльність банків регулюється Національним банком України, інститутів спільного інвестування – Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, страхових компаній і недержавних пенсійних фондів – Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Виходячи з наведених характеристик та ознак інституційних інвесторів, можна зробити їхню узагальнену класифікацію, яка представлена в табл. 1.2.

Сучасна модель розвитку фінансових ринків України, в якій домінуюча роль відводиться банківській системі, після закінчення фінансової кризи 2008-2009 рр. виявляється неефективною. Це пов'язано, у першу чергу, з тим, що банки повинні були стати основними трансформаторами заощаджень в інвестиції. Але зростання обсягів кредитів, які б надавалися на довгострокові цілі, не відбулось.

Таким чином, ситуація, що склалася на поточний момент, гальмує розвиток економіки, а отже, необхідні інші шляхи вирішення проблеми нестачі інвестиційних ресурсів. Одним із таких рішень є прямий вихід зацікавлених у залученні грошових коштів економічних агентів на фондовий ринок, на якому вже зараз присутня значна кількість учасників, обертаються суттєві обсяги грошових коштів. У цьому контексті фондовий ринок може перейняти функцію трансформації заощаджень в інвестиції.

**Таблиця 1.2. Класифікація інституційних інвесторів
(розроблена автором)**

№ з/п	Класифікаційна ознака	Характеристика інституційного інвестора
1.	За характером діяльності	<ul style="list-style-type: none"> – інвестиційні компанії; – інвестиційні фонди; – страхові компанії; – недержавні пенсійні фонди; – банки.
2.	За способом залучення капіталу	<ul style="list-style-type: none"> – шляхом емісії цінних паперів (ІСІ); – шляхом надання послуг (ризикові страхові компанії); – шляхом залучення коштів на контрактній основі (страхові компанії зі страхування життя, недержавні пенсійні фонди); – інші (банки).
3.	За суб'єктами, від яких надходять кошти	<ul style="list-style-type: none"> – індивідуальні інвестори; – корпоративні інвестори.
4.	За джерелами фінансових ресурсів	<ul style="list-style-type: none"> – власні; – позикові; – залучені; – резерви.
5.	За пріоритетністю інвестиційної діяльності	<ul style="list-style-type: none"> – первинні (ІСІ); – вторинні (страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, банки).
6.	За юридичним статусом	<ul style="list-style-type: none"> – створені у вигляді юридичної особи; – створені у вигляді фондів грошових коштів (ПФ).
7.	За строковістю вкладень	<ul style="list-style-type: none"> – короткострокові; – середньострокові; – довгострокові.
8.	За напрямками інвестування та обмеженнями	<ul style="list-style-type: none"> – переважно в цінні папери з обмеженнями; – у цінні папери та інші активи з обмеженнями; – інші фінансові активи без обмежень.
9.	За частотою прийняття управлінських рішень	<ul style="list-style-type: none"> – активні; – активно-пасивні; – пасивні.
10.	За схильністю до ризиків	<ul style="list-style-type: none"> – агресивні; – помірковані; – консервативні.
11.	За цільовим характером діяльності	<ul style="list-style-type: none"> – отримання прибутку; – збереження коштів; – управління коштами.
12.	За резидентністю	<ul style="list-style-type: none"> – внутрішні (резиденти); – зовнішні (нерезиденти).
13.	За місцем здійснення інвестицій	<ul style="list-style-type: none"> – глобальні; – регіональні; – локальні.
14.	За регулятором	<ul style="list-style-type: none"> – регулюються Національним банком України; – регулюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку; – регулюються Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Зрозуміло, що більшість угод на ринку цінних паперів носить вторинний характер, адже перетоку грошових коштів у реальні інвестиції не здійснюється. Але саме на фондових ринках відбувається первинне розміщення цінних паперів, у процесі якої емітенти мають можливість залучити необхідні їм фінансові ресурси інвесторів, що потім будуть спрямовані, у тому числі, у реальні інвестиції.

За останні роки роль ринків цінних паперів у розвинених країнах суттєво збільшилася, частка банківського сектору у фінансуванні інвестиційних проектів поступово знижується, а роль інституційних інвесторів стає все більш вагомим [32]. Зазначений процес отримав назву дезінтермедіація (*desintermediation*). Більше того, традиційно ці фінансові інститути виконували роль посередників при проведенні розрахункових і депозитно-кредитних операцій, отримуючи за це комісійний дохід. Але на сучасному етапі економічного розвитку вони все активніше проникають в інші сфери і сектори економіки, виконуючи фактично системоутворюючі функції. Це пов'язано з тим, що окрім профільної діяльності вони здійснюють прямі інвестиції як стратегічні інвестори, беруть участь у проектному фінансуванні, вкладають грошові кошти в нерухомість, надають консалтингові послуги тощо. Зрозуміло, що зазначені сфери знаходяться за межами їхньої традиційної діяльності, але присутність банків у цих сегментах активізується з одночасним відстоюванням власних інтересів.

Ще один фактор, який свідчить на користь домінуючої ролі фондових ринків у всьому світі, – це активне використання значної кількості похідних цінних паперів, інструментів для сек'юритизації активів і пасивів, хеджування ризиків. Практика свідчить, що суттєве зростання капіталізації фондового ринку, яка підвищує вартість корпорацій і стимулює їх до залучення грошових коштів шляхом емісії цінних паперів, може бути викликано, у тому числі, значною участю інституційних інвесторів. Вони не претендують на участь в управлінні корпораціями, але в той же час зацікавлені в довгостроковому зростанні їхньої капіталізації.

Слід додати, що приватні дрібні інвестори не спроможні оперувати такими сумами, що мають у розпорядженні інституційні інвестори, а існуючі на ринку фінансові інструменти виявляються недоступними для більшості з них через значні номінали, складнощі, які присутні в роботі з такими інструментами, а також наявність систематичних ризиків, що неможливо диверсифікувати. Більше того, суб'єкту господарювання, який виступає в якості емітента, простіше мати справу саме з інституційним інвестором, ніж зі

значною кількістю приватних осіб. Це прискорює процедуру залучення грошових коштів, впливає на темпи реалізації інвестиційних проектів, а отже, сприяє підвищенню прибутковості діяльності.

Можливості індивідуальних інвесторів проводити самостійне управління грошовими коштами на професійному рівні обмежені не тільки наявною кваліфікацією (або її відсутністю), а й нестачею часу для відслідковування за сформованим портфелем інвестицій, неможливістю забезпечити необхідний рівень диверсифікації вкладень, а отже, і захисту від ризиків. Усіх цих недоліків можна уникнути за допомогою саме інституційних інвесторів, які можуть запропонувати участь у портфелі інвестицій, що найкраще відповідає цілям індивідуального інвестора та його схильності до ризику. До того ж інституційні інвестори, окрім власних технологій продажу, набору продуктів і методів роботи з коштами клієнтів, мають власну інфраструктуру, що забезпечує їхню ефективну роботу і формується для вирішення задач управління акумульованими фінансовими ресурсами. Вона, як правило, включає компанію, що безпосередньо здійснює управління коштами, торгівця цінними паперами, зберігача, реєстратора, депозитарій, оцінщика тощо. А це забезпечує можливості для розвитку всього фондового ринку, його суб'єктів та інфраструктурних елементів ринку.

Відзначимо, що існує ряд факторів, які суттєво впливають на бажання потенційних індивідуальних або корпоративних інвесторів віддавати свої грошові кошти у розпорядження інституційним інвесторам. По-перше, більшість інвесторів усе ж таки розраховують на отримання віддачі від капіталовкладень, а отже, норма прибутковості інвестицій відіграє ключову роль, і у випадку, якщо вона є низькою, передача коштів не відбудеться. По-друге, на ринку існують альтернативні джерела вкладення капіталу, наприклад, банківські депозити. Тому вирішальним значенням для прийняття рішення про інвестування коштів буде рівень відсоткових ставок: якщо вони високі, то індивідуальний інвестор не буде віддавати свої кошти інституційному і навпаки. Хоча відзначимо, що перший і другий аргументи тісно пов'язані між собою, і за умови пропонування норми прибутку на інвестовані кошти, яка буде перевищувати відсоткові ставки (навіть високі), кошти будуть все рівно надходити до інституційного інвестора в переважній більшості випадків. По-третє, схильність до ризику конкретного індивідуального інвестора може виступити вирішальним фактором прийняття рішення про розміщення вільних грошових коштів. Якщо індивідуальний інвестор бажає зберегти віддані кошти, ніж примножити їх, обіцянки

високих прибутків з боку інституційних інвесторів не будуть мати суттєвого значення. А отже, у цьому випадку пропонування різних інвестиційних стратегій для різних клієнтів є переважною політикою. По-четверте, бажання віддавати грошові кошти будуть залежати від рівня оподаткування і в цілому від податкового режиму в країні. Високі податки або податки, які є різними для різних джерел доходів, можуть відвернути потенційних інвесторів від вкладання власних заощаджень. По-п'яте, існуючий рівень інфляції може вплинути на те, на які строки можуть бути залучені кошти: за високої інфляції довгострокові вкладення є безперспективними, і перевага буде надаватися операціям спекулятивного характеру, що спроможні принести високий дохід у короткі строки.

У цілому значне підсилення ролі інституційних інвесторів на фінансових ринках пов'язують з такими трьома причинами:

1. Стабільне та інтенсивне зростання доходів населення в економічно розвинених країнах, що призвело до підвищеного попиту на нові форми інвестування заощаджень.

2. Стрімкий розвиток фондового ринку надав потенційним інвесторам унікальні можливості для задоволення власних потреб.

3. Інституційні інвестори запропонували своїм клієнтам послуги, що не надавалися комерційними банками як основними утримувачами заощаджень.

Відповідно загальні можливості для подальшого активного розвитку інституційних інвесторів, у тому числі і в Україні, будуть залежати від наступних факторів:

- залучення та розміщення заощаджень домогосподарств із забезпеченням належного рівня доходності при незначних ризиках;
- підвищення інвестиційної привабливості емітентів та їхніх цінних паперів, що буде сприяти залученню інвестицій;
- створення конкурентного середовища на фінансових ринках;
- подальший розвиток системи захисту прав споживачів фінансових послуг.

Зрозуміло, що ці фактори, у свою чергу, будуть залежати від темпів економічного зростання та стану економіки в цілому, розвитку ринку цінних паперів, низьких і прогнозованих темпів інфляції, зростання доходів населення, підвищення інвестиційної привабливості країни для зовнішніх і внутрішніх інвесторів.

1.2 Особливості діяльності інституційних інвесторів України на сучасному етапі

Діяльність інституційних інвесторів в Україні зазнає суттєвих змін, які стосуються впливу на них економічних і політичних факторів. Перші пов'язані з фінансовою кризою 2008 року, другі – зі зміною окремих законодавчо-нормативних актів, які регулюють їхню діяльність. Хоча історія і статистика діяльності окремих інституційних інвесторів в Україні нараховує багато років, але їхня активність і темпи зростання обсягів операцій спостерігаються лише з 2004-2005 рр. Наприклад, Закон України «Про інститути спільного інвестування» був прийнятий у 2001 році, «Про недержавне пенсійне забезпечення» – у 2003 році, «Про страхування» – у 1996 році (хоча значні зміни були внесені у 2001 році, а також у 2004 році), «Про банки і банківську діяльність» – у 2000 році. Тобто, основні представники інституційних інвесторів мають нетривалий період відносно стабільного функціонування в правовому полі без суттєвих змін у ньому. Таким чином, аналітичне дослідження їхньої діяльності варто здійснювати, починаючи з 2005 року.

Відзначимо також, що в більшій мірі нас буде цікавити їхня діяльність саме як інвесторів, а отже, наголос буде здійснено на фондовому ринку, операціях із цінними паперами. Із цієї позиції важливим буде розгляд основних тенденцій розвитку, які притаманні саме цьому ринку, адже, як ми покажемо в подальшому, існує тісний взаємозв'язок між розвитком інституційних інвесторів і фондового ринку, включаючи їхній взаємний вплив.

Спочатку розглянемо в цілому, які існують співвідношення між різними інституційними інвесторами за обсягами їхніх активів та окремими показниками економічного розвитку (рис. 1.1)

Динаміка свідчить про суттєве зростання обсягів торгів на ринку цінних паперів, що дозволило вже в 2007 р. перевищити показник ВВП. Ринок цінних паперів навіть у найбільш кризовий рік відзначається підтримкою середньорічного темпу зростання, перевищивши 120 % при загальних темпах зростання 265 %, у той час як зростання активів інституційних інвесторів уповільнилося. Відзначимо, що активи банківських установ, починаючи з 2008 року, перевищують ВВП, а обсяги активів ІСІ більші за активи страховиків. НПФ хоча й зростають достатньо швидко, але поки що вони не мають ніякого впливу на фінансовий ринок на відміну від розвинених країн світу.

Що стосується більш деталізованої картини розвитку ринку цінних паперів, то окремі його показники представлені в таблиці 1.3.

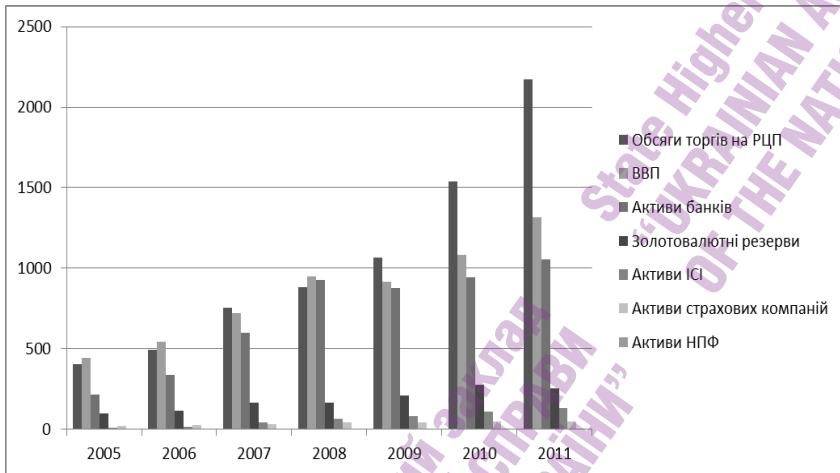


Рис. 1.1. Порівняльні дані активів інституційних інвесторів з окремими показниками економічного розвитку України у 2005-2011 рр., млрд. грн.

Загальною тенденцією ринку цінних паперів є постійне зростання його обсягів, що було вже доведено даними рис. 1.1. І якщо обсяги торгів зросли за період, що аналізується, на 381 % (у середньому на 130 % за рік), то обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів на 154 % (майже 115 % за рік), а обсяги виконаних біржових контрактів – у 14 разів (175 % за рік).

Слід відзначити, що зростання відбувалося за рахунок появи нових різновидів цінних паперів. Про це свідчить структура зазначених обсягів. Так, якщо поглянути на обсяги торгів цінними паперами, то домінування векселів у 2005 році (33 % від загального обсягу торгів) змінилося зменшенням їхньої ролі (до 21 %), у той час як у 2010 р. суттєво покращили свої позиції державні облігації (із 7 % до 23 %). Таку тенденцію можна пояснити, у першу чергу, розширенням обсягів банківського кредитування, які дозволили витіснити векселі як субституту розрахунків між суб'єктами господарювання, а також появою необхідності вкладення грошових коштів у надійні інструменти зі стабільним рівнем доходу, якими і виступили державні облігації.

Таблиця 1.3. Основні показники діяльності ринку цінних паперів України у 2005-2011 рр., млрд. грн.

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Обсяг торгів на ринку цінних паперів, у тому числі	403,77	492,78	754,31	883,42	1067,26	1537,79	2147,54
- акції	179,79	225,65	283,54	352,82	470,73	565,21	646,70
- облігації підприємств	32,62	62,38	134,73	205,21	81,13	69,50	103,70
- векселі	133,12	142,23	212,64	191,84	268,76	316,11	358,28
- державні облігації	27,32	40,85	59,86	62,49	98,99	354,12	855,55
- інвестиційні сертифікати	5,72	14,24	40,43	43,94	76,31	106,53	103,79
- ощадні сертифікати	2,37	3,10	3,20	7,68	70,35	124,89	76,72
- депозитні сертифікати НБУ	18,57	1,08	14,85	15,94	-	-	-
- інші	4,26	3,25	5,06	3,50	0,99	1,43	2,80
Обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів, у тому числі	61,99	84,07	133,25	153,05	162,68	95,55	179,17
- акцій	24,81	43,54	50,00	46,14	101,07	40,59	58,16
- облігацій	12,75	22,07	44,48	31,35	10,11	9,49	35,91
- інвестиційних сертифікатів пайових фондів	23,06	16,61	31,12	65,37	47,21	36,60	75,75
- акцій корпоративних інвестиційних фондів	0,84	1,53	5,48	8,89	3,90	8,87	8,77
- інші	0,53	0,32	2,17	1,30	0,39	0,00	0,58
Обсяг виконаних біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі, у т.ч.	16,43	29,05	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44
- акції	4,48	6,95	13,61	11,82	13,54	52,71	79,22
- облігації внутрішніх державних позик	3,88	8,51	2,77	8,55	7,88	60,86	99,12
- облігації підприємств	6,54	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42
- інвестиційні сертифікати	0,18	0,33	0,43	0,20	7,14	7,14	11,40
- інші	1,35	1,13	0,98	0,58	0,08	3,87	24,28
Індекс ПФТС	352,97	498,86	1174,02	301,42	571,59	975,08	534,43
Загальний обсяг торгів ПФТС	14,49	27,99	30,77	33,99	13,96	60,99	88,85

Окрім цього, проводити торги інструментами, що мають фіксовані суми (облігації), зручніше, ніж робити це векселями, які не завжди мають такі переваги. Це підтверджують і незначні темпи зростання обсягів торгів векселями – лише 237 %, у той час як обсяги торгів державними облігаціями зросли майже в 13 разів. Кризовий 2009 рік призвів поряд із цим до суттєвої втрати облігацій підприємств свого значення у фінансуванні їхньої діяльності, адже питома вага таких облігацій уже ледь перевищувала 4 % у 2010 р. (рис. 1.2).

Питома вага акцій дещо зменшилася (із 45 % у 2005 р. до 37 % у 2010 р.), але цей вид цінних паперів усе ж таки займає найбільш питому вагу в торгівлі. У той же час спостерігається суттєве збільшення обсягів торгів такими цінними паперами, як інвестиційні та ощадні сертифікати, питома вага яких збільшилася за період, що аналізується, з 1 % до 7 % та 8 % відповідно. При цьому і загальні темпи зростання торгів цими цінними паперами є дуже високими: збільшення обсягів за інвестиційними сертифікатами склало 18,5 разів, а ощадними сертифікатами – 53 рази.

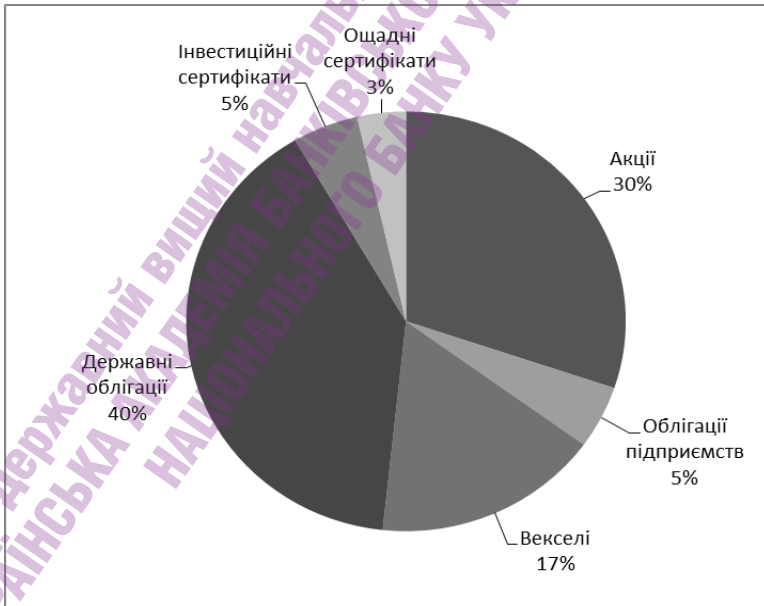


Рис. 1.2. Структура торгів цінними паперами в Україні у 2011 р.

Такі темпи пояснюються розширенням діяльності інститутів спільного інвестування, зокрема пайових інвестиційних фондів, які є їхніми емітентами. Кількість таких інститутів суттєво збільшилася протягом 2005-2006 рр. Це відображено в обсягах зареєстрованих випусків цінних паперів. На акції та інвестиційні сертифікати припадала майже однакова частка: 40 % та 37 % відповідно. У 2010 році значні обсяги емісії зафіксовані з боку корпоративних інвестиційних фондів, що дозволило їхнім акціям збільшити питому вагу з 1 % у 2005 році до 9 % у 2010 р. Також незначне збільшення питомої ваги було зафіксовано як у інвестиційних сертифікатів (38 %), так і акцій (42 %). Це пов'язано із суттєвим падінням обсягів емісії облігацій підприємств (із 21 % у 2005 р. до 10 % у 2010 р.). Відзначимо, що загальні обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів у 2010 р. склали лише 60 % обсягу 2009 року.

Що ж стосується обсягів виконання біржових контрактів, то позиції облігацій підприємств, що домінували 2005 року (40 %) суттєво погіршилися в 2011 році (9 %), в якому зросло значення акцій (із 27 % у 2005 р. до 34 % у 2011 р.) та облігацій внутрішніх державних позик (із 24 % у 2005 р. до 42 % у 2011 р.). Зросла і питома вага інвестиційних сертифікатів із 1 % у 2005 р. до 5 % у 2011 р. У цілому структура виконаних біржових контрактів виглядає виваженою, збалансованою, адже розподіл часток різних видів цінних паперів є більш-менш рівномірним.

Також необхідно відзначити, що більшість біржових торгів здійснюється на одному майданчику – ПФТС (рис. 1.3). До 2008 р. включно переважна більшість (до 90 %) біржової торгівлі проходили саме там, але з 2009 р. інші фондові майданчики почали активно просувати власні послуги (Українська біржа і «Перспектива»), що призвело до зниження частки ПФТС (38-45 % у наступні роки). Цьому є пояснення, якщо розглянути обсяги біржових торгів по окремих біржах: у грудні 2009 р. на фондовому майданчику «Перспектива» було виконано контрактів на 10,5 млрд. грн. (майже склавши весь річний обсяг торгів), що є аномальним, враховуючи той факт, що обсяги торгів тут, як правило, не перевищували 100 млн. грн. Хоча в наступні роки значення цієї біржі вже виглядає більш переконливим із постійними обсягами торгів.

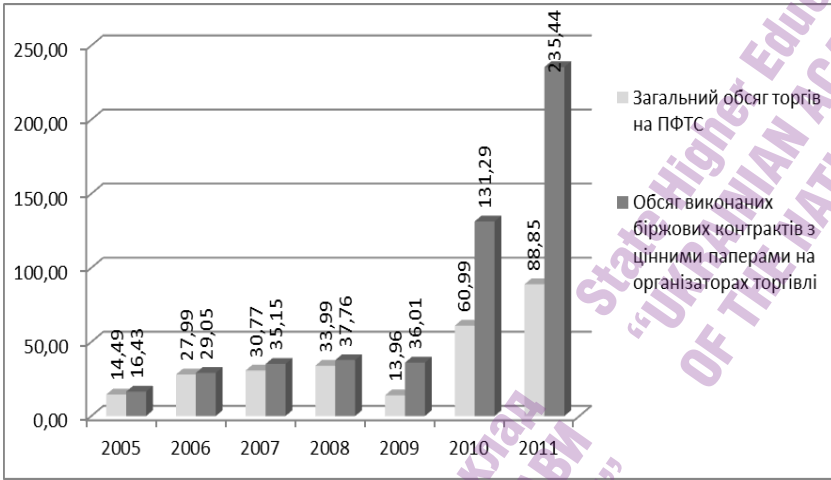


Рис. 1.3. Порівняння загальних обсягів торгів цінними паперами з обсягами торгів на ПФТС у 2005-2011 рр., млрд. грн.

Тим не менш, для ринку цінних паперів важливе значення має індекс ПФТС. Його зміни свідчать про загальний якісний стан вітчизняного ринку. Якщо протягом 2005-2007 рр. індекс постійно зростає (збільшення майже в 3,3 рази), то криза 2008 року призвела до його різкого падіння (зменшення майже в 4 рази), що повернуло значення індексу нижче рівня 2005 року. У наступні 2 роки відбувалося певне покращення ситуації – індекс ПФТС зріс у 3 рази в порівнянні з 2008 р., але 2011 р. знов знизився майже у 2 рази.

Для банківських установ операції з цінними паперами не мають першочергового характеру, тим не менш, сформовані портфелі цих фінансових інструментів значно перевищують відповідні показники інших інституційних інвесторів. Враховуючи, що визначення сутності інституційних інвесторів, яке було сформульовано в п.1.1, і підходить більшості вчених до його трактування, доцільно розглядати лише операції банків із цінними паперами без аналізу основних напрямів діяльності: кредитування, депозитні операції, розрахунково-касове обслуговування. Більше того, законодавство окремих країн світу взагалі обмежує присутність комерційних банків на фондовому ринку, а тому віднесення цих суб'єктів до інституційних інвесторів може бути дещо дискусійним. Тим не менш, в українській практиці

ці фінансові установи є активними учасниками ринку цінних паперів, а отже, обсяги їхніх операцій необхідно проаналізувати.

Розглянемо структуру портфеля акцій банків України (табл. 1.4).

Таблиця 1.4. Структура портфеля акцій комерційних банків України у 2005-2011 рр.

Рік	Одиниці виміру	Усього	у тому числі		
			у торговому портфелі	у портфелі на продаж	інвестиції в асоційовані та дочірні компанії
2005	млн. грн.	3 580	476	2 836	268
	%	100	13	79	7
2006	млн. грн.	4 109	2 202	1 373	535
	%	100	54	33	13
2007	млн. грн.	6 478	3 553	1 687	1 238
	%	100	55	26	19
2008	млн. грн.	6 575	3 038	2 039	1 498
	%	100	46	31	23
2009	млн. грн.	4 640	1 518	1 807	1 315
	%	100	33	39	28
2010	млн. грн.	5 440	1 402	2 462	1 577
	%	100	26	45	29
2011	млн. грн.	5 984	1 737	2 316	1 932
	%	100	29	39	32

Його обсяги мали стійку тенденцію до збільшення, але фінансова криза 2008 року призвела до суттєвого зниження розміру портфеля (у 1,4 рази у 2009 році). Тим не менш, в останні два роки спостерігається поступове відновлення його обсягу, хоча показник 2008 року не було перевищено і він залишається максимальним за весь період, що аналізується.

Структура портфеля зазнала кардинальних змін. Якщо у 2005 році домінували акції в портфелі на продаж (79 %), то вже наступного року їхня питома вага зменшилася більше ніж у 2 рази, у той час як акції у торговому портфелі зросли за питомою вагою у 4 рази (і ще більше в абсолютному вимірі). Акції, що представлені як інвестиції в асоційовані та дочірні компанії, збільшили свою питому вагу в портфелі із 7 % до 32 % за 2005-2011 рр.

У той же час протягом цього періоду спостерігалися суттєві коливання питомої ваги акцій у торговому портфелі і портфелі на продаж із поступовим втрачанням обсягів першим і нарощуванням

другим. Фінансова криза більш за все вплинула саме на втрату позицій торговим портфелем, який за 1 рік (2009 р.) зменшився у 2 рази. Портфель цінних паперів, за виключенням акцій (табл. 1.5), активно зростає протягом усього періоду, збільшуючись в окремі роки стрімкими темпами: у 1,6 рази (2007 р. до 2006 р.), у 1,9 рази (2008 р. до 2007 р.), у 2,3 рази (2010 р. до 2009 р.). Фінансова криза вплинула лише на зменшення обсягу торгового портфеля у 2009 році у 2,5 рази, але вже наступного року за цією статтею відбулося збільшення обсягів у 6 разів.

У цілому слід відзначити стабільно високу частку цінних паперів у портфелі на продаж, найменше значення якої було 57 % у 2006 р., а в останні роки вона хоча і зменшується, тим не менш перевищує $\frac{3}{4}$ усього портфеля. Цінні папери у портфелі до погашення не підтримують загальні темпи зростання, тому їхня питома вага поступово знижується з 32 % у 2005 році до лише 12 % у 2011 р. Це призвело до того, що частка цінних паперів у торговому портфелі стала більшою, ніж у портфелі до погашення (13 % та 12 % відповідно).

Таблиця 1.5. Структура портфеля цінних паперів, крім акцій комерційних банків України у 2005-2011 рр.

Рік	Одиниці виміру	Усього	у тому числі		
			у торговому портфелі	у портфелі на продаж	у портфелі до погашення
2005	млн. грн.	8 035	224	5 230	2 582
	%	100	3	65	32
2006	млн. грн.	9 548	1 624	5 444	2 481
	%	100	17	57	26
2007	млн. грн.	15 200	2 416	9 283	3 500
	%	100	16	61	23
2008	млн. грн.	28 134	2 667	22 598	2 869
	%	100	9	80	10
2009	млн. грн.	30 086	1 081	24 324	4 681
	%	100	4	81	16
2010	млн. грн.	68 925	6 129	54 163	8 633
	%	100	9	79	13
2011	млн. грн.	75 926	9 535	57 606	8 785
	%	100	13	76	12

Що стосується строків погашення, то майже кожного року більше половини портфеля цінних паперів було інвестовано у довгострокові (більше 2-х років) інструменти (табл. 1.6). Частка середньострокових (від 1 до 2 років) цінних паперів поступово зменшується: із 13 % у 2007 році до 8 % у 2011 році, хоча у 2010 році і спостерігалось їхнє різке збільшення (у 3,4 рази), що призвело до збільшення питомої ваги до 11 %.

Короткострокові цінні папери відповідно займають частку до 40% із домінуванням інструментів зі строком погашення до 1 року і невисокою часткою цінних паперів на вимогу. Це свідчить про достатньо консервативну політику щодо формування портфеля цінних паперів, адже питома вага ліквідних інструментів все ж таки є високою, що свідчить про загальну невпевненість банків у розвитку фондового ринку України.

Таблиця 1.6. Структура портфеля цінних паперів, крім акцій комерційних банків України за строками погашення у 2005-2011 рр.

Рік	Одиниці виміру	Усього	у тому числі			
			на вимогу	до 1 року	від 1 року до 2 років	більше 2 років
2005	млн. грн.	8 035	н/д	н/д	н/д	н/д
2006	млн. грн.	9 548	н/д	н/д	н/д	н/д
2007	млн. грн.	15 200	1 649	3 844	2 026	7 681
	%	100	11	25	13	51
2008	млн. грн.	28 134	1 304	4 736	3 322	18 772
	%	100	5	17	12	67
2009	млн. грн.	30 086	865	11 289	2 309	15 623
	%	100	3	38	8	52
2010	млн. грн.	68 925	7 653	20 120	7 778	33 375
	%	100	11	29	11	48
2011	млн. грн.	75 926	5 792	21 094	6 279	42 761
	%	100	8	28	8	56

Об'єднані дані портфелів акцій та інших цінних паперів (табл. 1.7) свідчать про переважаючу роль інструментів у портфелі на продаж, питома вага яких за останні 3 роки коливається у межах 75 %. Відповідно всі інші напрями не відіграють суттєвої ролі, особливо інвестиції в асоційовані та дочірні компанії, питома вага яких знизилася до 2 %. Портфель до погашення поступово втрачав свої позиції з 2005 по 2008 рр. (із 22 % до 8 % відповідно). Його відновлення у 2009 році до 13 % не призвело до підтримки загальних

темπίв зростання вкладень у цінні папери, а отже, їхня питома вага у 2011 році дорівнювала 11 %.

Таблиця 1.7. Структура загального портфеля цінних паперів комерційних банків України у 2005-2011 рр.

Рік	Одиниці виміру	Усього	у тому числі			
			у торговому портфелі	у портфелі на продаж	у портфелі до погашення	інвестиції в асоційовані та дочірні компанії
2005	млн. грн.	11 615	700	8 066	2 582	268
	%	100	6	69	22	2
2006	млн. грн.	13 657	3 826	6 817	2 481	535
	%	100	28	50	18	4
2007	млн. грн.	21 678	5 970	10 971	3 500	1 238
	%	100	28	51	16	6
2008	млн. грн.	34 709	5 706	24 637	2 869	1 498
	%	100	16	71	8	4
2009	млн. грн.	34 725	2 599	26 130	4 681	1 315
	%	100	7	75	13	4
2010	млн. грн.	74 366	7 531	56 625	8 633	1 577
	%	100	10	76	12	2
2011	млн. грн.	81 910	11 272	59 922	8 785	1 932
	%	100	14	73	11	2

Торговий портфель можна назвати достатньо чутливим до змін в економічній кон'юктурі і ситуації на фондовому ринку, який зазнав падіння у 2008-2009 рр. у період фінансової кризи, але в 2010-2011 рр. почав відновлювати свої позиції і нарощувати обсяги. Тим не менш, його поточна питома вага (14 % у 2011 р.) у 2 рази менша за найкращі показники, зафіксовані у 2006-2007 рр.

Таким чином, обсяги інвестицій банків у цінні папери зростали постійно протягом усього періоду, що аналізується, із певним гальмуванням у рік фінансової кризи. У цілому ці операції не перевищують і 7,5 % від банківських активів, але, тим не менш, є більшими, ніж вкладені в цінні папери будь-яких інших інституційних інвесторів, діяльність яких у цій сфері є основною. Тому банківські установи швидше за все будуть і в подальшому мати значний вплив на фондовий ринок, якщо темпи зростання активів ІСІ, СК, НПФ суттєво не збільшаться, а джерелами їхніх коштів не будуть заощадження домогосподарств.

Інститути спільного інвестування є домінуючими за кількістю установ, і з 2005 року їх число постійно зростає (табл. 1.8). Загальні темпи збільшення склали 4 рази за 7 років, досягнувши показника у 1125 установ. При цьому збільшення спостерігається за всіма видами цих інститутів. Окремі з них поки що існують у невеликій кількості. Зокрема, це стосується інтервальних КІФ і закритих диверсифікованих ПФ. Найбільшу питому вагу займають венчурні фонди, які на кінець 2011 року становили 77 %, що, на нашу думку, пов'язано з відсутністю значних обмежень у діяльності таких типів ІСІ.

Таблиця 1.8. Динаміка кількості ІСІ різних видів в Україні, 2005-2011 рр.

Рік	Усього	Пайові інвестиційні фонди					Корпоративні інвестиційні фонди		
		Відкриті	Інтервальні	Закриті			Інтервальні	Закриті	
				Диверсифіковані	Недиверсифіковані	Недиверсифіковані венчурні		Недиверсифіковані	Недиверсифіковані венчурні
2005	284	4	19	3	20	199	0	20	19
2006	519	10	25	3	29	377	0	42	33
2007	834	27	35	4	30	603	0	88	47
2008	888	32	41	4	22	636	1	107	45
2009	985	32	47	8	26	690	2	130	50
2010	1095	36	48	9	32	755	2	141	72
2011	1125	43	40	10	35	772	2	128	95

Той факт, що пайові інвестиційні фонди кількісно в 4 рази перевищують корпоративні інвестиційні фонди, відображається і в обсягах коштів, які вони залучають шляхом емісії власних цінних паперів (табл. 1.9). Інвестиційні сертифікати ПФ домінують над акціями КІФ, перевищуючи їх в кілька разів. Наприклад, у 2005 р. та 2009 р. інвестиційних сертифікатів було емітовано у 27 та 12 разів відповідно більше, ніж акцій КІФ. У 2010 році ситуація поступово вирівнялася, і співвідношення між цінними паперами ПФ і КІФ дорівнювало 80:20 відповідно, хоча у 2011 р. знов повернулася до типового середнього рівня 90:10, який притаманний більшості років спостереження.

Таблиця 1.9. Обсяги коштів, залучених ІСІ, шляхом емісії цінних паперів у 2005-2011 рр., млрд. грн.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Разом	23,90	18,14	36,60	74,26	51,11	45,47	84,52
Інвестиційні сертифікати ПФ	23,06	16,61	31,12	65,37	47,21	36,60	75,75
Акції КІФ	0,84	1,53	5,48	8,89	3,90	8,87	8,77

У свою чергу, домінування венчурних фондів за кількістю проявляється і в концентрації активів ІСІ (табл. 1.10). Більше 90 % активів ІСІ майже щороку з періоду, що аналізується, припадає саме на венчурні фонди. У середньому 7 % загальних активів знаходяться у закритих (невенчурних) фондах, а залишок розподілений між відкритими та інтервальними ІСІ. Цікавим є той факт, що вартість активів ІСІ в окремі роки була меншою, ніж обсяги емісії цінних паперів, які здійснені ними, а саме у 2005 р., 2006 р. та 2008 р. Якщо така ситуація у 2008 р. може бути пояснена низькою прибутковістю самих ІСІ і наслідками фінансової кризи, то 2005 і 2006 рр. були цілком успішними. Вочевидь, що ринкова вартість емітованих цінних паперів швидко зменшилася протягом відповідних років.

Таблиця 1.10. Динаміка вартості активів ІСІ України за 2005-2011 рр.

Тип ІСІ	Значення показника за роками, млн. грн.						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Відкриті	28,01	62,04	571,93	593,31	240,72	286,1	230,7
Інтервальні	32,78	37,78	294,65	185,05	256,19	252,5	186,2
Закриті (невенчурні)	388,03	1273,59	3292,76	3785,99	6015,8	8351,8	9471,9
Венчурні	5650,14	15771,81	36451,98	58694,3	76028,21	96976,2	116901,4
Разом	6903,82	17145,22	40780,38	63265,05	82540,93	105866,6	126790,2

У цілому значні обсяги активів ІСІ інвестуються саме в цінні папери, але динаміка цих вкладень дещо відрізняється за роками і типами ІСІ (Додаток А). Так, відкриті ІСІ до 2/3 активів розміщували в цінні папери, переважно в акції та облігації підприємств. Хоча на піці фінансової кризи у 2008 році частка акцій в їхньому портфелі була зменшена до 10 % їх сумарних активів, облігацій зросла до 35 %, а самі вкладення в цінні папери були мінімальними за весь період – 53 %. Частка інших видів цінних паперів невелика, але відзначимо збільшення питомої ваги ОВДП (до 17 % у 2011 р.) і відносно стабільну частку облігацій місцевих позик у середньому на рівні 6 %. Слід додати, що для цих ІСІ характерним є розміщення активів у вигляді грошових коштів та банківських депозитів – до 25 % і більше щороку за виключенням 2008 р., коли їхня частка складала лише половину цього показника.

Інтервальні ІСІ також віддають перевагу цінним паперам майже в тих же обсягах – у середньому 2/3 сумарних активів (з мінімумом у 2008 р. – 59 %). Інвестування коштів в акції було переважаючим – до 50 % усіх активів (за виключенням 2008 року, коли їхня частка дорівнювала 28 %). Питома вага облігацій підприємств постійно зростала до 2008 року (досягнувши майже 20 %), але після цього знизилася до 9 % (2011 р.). Цій тенденції є пояснення, якщо поглянути на обсяги емісії цих видів цінних паперів: у 2009 -2011 рр. випуски облігацій підприємств суттєво зменшилися, а обсяги торгів ними були порівняно невеликі.

Що стосується інших видів цінних паперів у портфелі інтервальних ІСІ, то відзначимо постійне зростання питомої ваги ОВДП (із 1 % у 2005 р. до майже 5 % у 2010 р.) і втрату позицій облігаціями місцевих позик (із 7 % у 2008 р. до 0,22 % у 2011 р.). Вкладення в грошові кошти та банківські депозити традиційно високі – близько 25 % (із максимумом 32 % у 2008 р.).

Що стосується закритих (неверчурних) ІСІ, то їхній портфель вкладень суттєво змінився за період, що аналізується. Так, якщо у 2005 році 46 % вкладень припадали на грошові кошти і банківські депозити, а цінні папери займали лише 42 %, то починаючи з 2007 року цінні папери займали більше 70 %, а грошові кошти і депозити коливалися в межах 6,7-7,7 %. У портфелі цінних паперів домінують акції (близько 50 %, починаючи з 2007 р.) на фоні поступового зменшення питомої ваги облігацій підприємств (із 25 % у 2006 р. до 5,9 % у 2011 р.). Невелика частка активів вкладалася в ощадні сертифікати та ОВДП.

Венчурні ІСІ за обсягами активів домінують серед усіх інших видів ІСІ, тому тенденції їх інвестицій фактично визначають структуру вкладень цих інституційних інвесторів. За виключенням двох останніх років вкладення в цінні папери коливалися в межах 55 % вартості активів. Але у 2009 р. їхня питома вага різко зросла до 70 % і так само стрімко зменшилася до 31 % у 2011 р. При цьому інвестиції в ОВДП, облігації місцевих позик, ощадні сертифікати майже не здійснюються. Акції хоча і переважали за питомою вагою облігації підприємств у більшості періодів (за виключенням 2008-2009 рр.), але суттєвого розриву не спостерігається. В окремі роки були зафіксовані вкладення у векселі, хоча суттєвою їх частка була лише у 2009 р. – 26,5 %.

Грошові кошти і банківські депозити швидше за все використовуються для підтримки поточної ліквідності, тому їх питома вага коливалася в межах 2 %-4,7 %. На відміну від інших ІСІ значну частку займають вкладення в інші активи: близько 40 % у 2005-2008 рр. із суттєвим зниженням у 2009 р. (до 24 %) та стрімким зростанням у 2011 р. (до 63 %). За такої ситуації дуже важко говорити, куди саме були інвестовані їхні активи за останній рік (розшифровка статей не наводиться), а отже, більше половини активів усіх ІСІ не позначена за напрямками в цей період.

Вкладення у банківські метали та нерухомість за всіма видами ІСІ залишалися незначними або були відсутні. Лише венчурні ІСІ в останні 2 роки інвестували більше 2 % в об'єкти нерухомості (2,2 % у 2010 р. та 2,6 % у 2011 р.).

На нашу думку, домінуванню венчурних ІСІ в Україні є достатньо логічне пояснення: саме цей тип ІСІ забезпечує можливості щодо досягнення максимальної дохідності на вкладені кошти (табл. 1.11). Лише у 2009 р. дохідність закритих (невенчурних) ІСІ переважала дохідність венчурних ІСІ. Більше того, у 2008 р. лише їхня прибутковість виявилася позитивною та перевищувала рівень інфляції.

Таблиця 1.11. **Дохідність ІСІ України за їх типами, 2005-2011 рр.**

Тип ІСІ	Значення дохідності за роками, %						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Відкриті ІСІ	38,55	23,8	66,2	-30,33	18	12,7	-21,52
Інтервальні ІСІ	19,34	14,96	52,3	-35,15	34,18	14,8	-18,65
Закриті (невенчурні) ІСІ	35,54	36,99	83,99	-5,46	99,9	32,5	-831
Венчурні ІСІ	62,11	40,36	100,32	22,98	42,74	61,9	н/д

Тобто фактично до 96 % чистих активів ІСІ сформовані за рахунок коштів юридичних осіб, а участь фізичних осіб у діяльності цих інституційних інвесторів є незначною, що можна пояснити необізнаністю населення щодо альтернативних напрямів вкладення грошових коштів (окрім депозитів), недостатньою поінформованістю механізмів діяльності ІСІ, низьким ступенем довіри до них. Відзначимо також суттєву питому вагу нерезидентів – до 15 % від вартості чистих активів ІСІ.

Таблиця 1.12. Розподіл вартості чистих активів ІСІ за видами інвесторів у 2011 р.

Тип ІСІ	Юридичні особи		Фізичні особи	
	резиденти	нерезиденти	резиденти	нерезиденти
Відкриті	35,63%	13,69%	50,44%	0,25%
Інтервальні	48,42%	2,11%	49,39%	0,08%
Закриті (невенчурні)	65,44%	9,57%	24,85%	0,14%
Венчурні	82,45%	15,19%	2,30%	0,05%
Разом	81,00%	14,74%	4,20%	0,06%

Таким чином, діяльність ІСІ в цілому характеризується позитивною динамікою в бік їх зростання, високою дохідністю розміщення грошових коштів, яка перевищує як рівень інфляції, так і ставки за депозитами, а також суттєвий дисбаланс їх типів із домінуванням венчурних ІСІ.

Розглянемо, які кількісні характеристики мають страхові компанії за останні 6 років (табл. 1.13).

Відзначимо, що загальна кількість страховиків стабілізується: за останні 3 роки майже не з'явилися нові страхові компанії і виключених із реєстру у порівнянні з 2005-2007 рр. менше у кілька разів. Поряд із цим привабливість страхового ринку України була достатньо серйозною, адже кількість компаній з іноземним капіталом постійно зростала, а їх частка у статутному капіталі страховиків складала на кінець 2008 р. більше 25 %. У той же час за останні роки приток іноземного капіталу фактично не спостерігається, окремі іноземні власники взагалі виходили зі страхового бізнесу у зв'язку з неможливістю отримувати надприбутки та зменшенням загальних темпів зростання як окремих страховиків, так і ринку в цілому.

Таблиця 1.13. Кількісні показники діяльності страхових компаній України за період 2005-2011 рр.

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Кількість зареєстрованих страховиків	398	411	446	469	450	456	442
із них: компанії зі страхування життя	45	55	65	72	72	67	64
Включено до Державного реєстру	36	33	54	6	2	6	-
Виключено з Державного реєстру	21	20	19	12	6	-	14
Кількість компаній з іноземним капіталом	58	66	78	87	-	-	-
Частка іноземного капіталу у статутному капіталі страховиків, %	13,4	13	20,7	25,5	-	-	-
Частка валових страхових премій, належна першим трьом страховикам, %	12,2	11,8	11,7	11,5	11,2	13,6	13,7
Частка валових страхових премій, належна першим 50 страховикам, %	73,7	72,3	67,1	70,1	75,2	76,6	76,8
Кількість укладених договорів страхування (млн. шт.)	337	555	600	676	575	619	588

Концентрація страхового ринку також є суттєвою, адже першим трьом страховикам належить майже 14 % ринку, а перші 50 страховиків зібрали більше $\frac{3}{4}$ страхових премій. Ураховуючи такий стан, залишається незрозумілим присутність інших страховиків на ринку, адже більше 400 компаній отримує лише $\frac{1}{4}$ всіх страхових премій. Вочевидь, що вони не є конкурентними гравцями на ринку і створені виключно для переслідування інтересів їхніх власників, тому державному регулятору слід переглянути умови функціонування компаній, які є зайвими на ринку.

Що стосується кількості укладених договорів страхування, то вона зростала з 2005 по 2008 р. зі значним зниженням у 2009 році. Але після кризи обсяги цього показника поступово відновлюються.

Розглянемо основні фінансові показники діяльності страхових компаній України (табл. 1.14).

Більша їх частина зростає протягом періоду, що аналізується. Серед позитивних тенденцій слід відзначити збільшення активів, а також капіталізації страхових компаній більше ніж у 2 рази.

Таблиця 1.14. Основні фінансові показники діяльності страхових компаній України за 2005-2011 рр., млн. грн.

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Загальні активи страховиків	20920,0	23995,0	32213,0	41930,5	41970,1	45234,6	48122,7
Обсяг сплачених статутних фондів	6641,0	8391,2	10633,6	13206,4	14876,0	14429,2	14091,8
Валові страхові премії	12853,5	13829,9	18008,2	24008,6	20442,1	23081,7	22693,5
Валові страхові виплати	1894,2	2599,6	4213,0	7050,7	6737,2	6104,6	4864,0
Рівень валових виплат, %	14,7	18,8	23,4	29,4	33,0	26,4	21,4
Чисті страхові премії	7482,8	8769,4	12353,8	15981,8	12658,0	13327,7	17970,0
Чисті страхові виплати	1546,7	2326,2	3884,0	6546,1	6056,4	5885,7	4699,2
Рівень чистих виплат, %	20,7	26,5	31,4	41,0	47,8	44,2	26,2
Обсяг сформованих страхових резервів, у тому числі:	5045,8	6014,1	8423,3	10904,1	10141,3	11371,8	11179,3
- резерви зі страхування життя	345,4	608,3	991,3	1609,0	1789,2	2185,2	2663,8
- технічні резерви	4700,4	5405,8	7432,0	9295,1	8352,1	9186,6	8515,5

У той же час негативними тенденціями для ринку є випереджаючі темпи зростання страхових виплат над страховими преміями як у розрізі валових, так і чистих з майже однаковими показниками: темпи зростання валових страхових премій складають 180 %, а валових страхових виплат – більше 320 %. Це призвело до зростання рівня валових виплат з майже 15 % у 2005 р. до 33 % у 2009 р. (4,2 рази) зі зменшенням до 26,4 % у 2010 р.

Зростання чистих премій склало 178 %, а чистих виплат – 381 % зі збільшенням рівня чистих виплат у 2,1 рази. Хоча у 2009 році останній показник становив майже 50 %. Більшість учасників ринку відзначають, що страхуванням охоплено приблизно 15 % усіх можливих об'єктів, хоча наведені дані свідчать про певну насиченість страхового ринку, або принаймні платоспроможного попиту тих суб'єктів, які його мають. До того ж таке насичення досягалося агресивною політикою страхових компаній, особливо з іноземним капіталом, які прийшли на ринок у 2005-2007 рр., коли була можливість отримувати значні прибутки від страхової діяльності. Після фінансової кризи 2008-2009 року такі можливості зникли і швидше за все відновлення темпів зростання страхового ринку буде спостерігатися лише за умови активізації діяльності банківських установ, суб'єктів господарювання при поступовому збільшенні доходів населення.

Позитивною є тенденція збільшення обсягів страхування життя (табл. 1.15), але, не дивлячись на значні темпи зростання (282 %), його частка в загальних обсягах зібраних страхових премій все ще залишається незначною (лише 4 %), а кількість компаній, які реально працюють у цьому секторі, все ще обчислюється одиницями.

Таблиця 1.15. Валові надходження страхових платежів до страховиків України у 2005-2011 рр., тис. грн.

Показники	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Усього з усіх видів страхування:	12853,5	13830,0	18008,2	24008,6	20442,1	23081,7	22693,5
Види страхування інші, ніж страхування життя	12532,2	13379,2	17224,4	22913,0	19614,7	22175,2	21347,1
Страхування життя	321,3	450,8	783,9	1 095,5	827,3	906,5	1 346,4
Питома вага страхування життя	2,50%	3,26%	4,35%	4,56%	4,05%	3,93%	5,93%
Питома вага страхування іншого, ніж страхування життя	97,50%	96,74%	95,65%	95,44%	95,95%	96,07%	94,07%

Концентрація страхування життя значно щільніша, ніж у цілому по ринку, адже три найбільші страховики зі страхування життя отримують майже 50 % усіх страхових премій, а перші 10 страхових компаній – 84 %.

Ситуацію нерозвиненості страхування життя можна вважати найбільшим недоліком страхового ринку України, адже світові тенденції свідчать про домінування саме страхування життя над загальноризиковими видами страхування, а в окремих країнах його питома вага взагалі досягає 90 % зібраних страхових премій.

Ураховуючи той факт, що саме страховики, які займаються страхуванням життя, є одними з основних постачальників довгострокових ресурсів на фінансовому ринку, стає зрозумілим, що поточний стан страхового ринку не сприяє загальній його еволюції і має незначний вплив на розвиток фінансового ринку. У цьому можна переконалися, якщо розглянути напрями інвестування активів страховиків (табл. 1.16) за останні роки.

Обсяги інвестицій за всіма статтями суттєво збільшилися за період, що аналізується, але основні статті інвестування за своїми темпами дещо відстають від середніх темпів зростання активів, які визначені ст. 31 Закону України «Про страхування» (що дорівнюють 225 %). Це стосується, насамперед, банківських вкладів (депозитів) (208 %), акцій, (190 %) прав вимог до перестраховиків (212 %). У той же час найбільшого приросту зазнали іпотечні сертифікати, цінні папери, що емітуються державою, готівка в касі, нерухоме майно.

Такий розвиток неможливо пояснити, наприклад, бажанням тримати більше активів у ліквідній формі або необхідністю підвищення загальної дохідності здійснюваних операцій, адже зміни стосуються активів з різними характеристиками. Отже, ці трансформації носять швидше ситуаційний характер і залежать від поточної кон'юнктури на фінансовому ринку.

Результатом вищезазначених змін став перерозподіл часток різних видів інвестованих активів за період, що аналізується, хоча в цілому кардинальні міни не відбулися. Тим не менш, сумарно питома вага цінних паперів зменшилася з 49,5 % до 47,5 % при загальних темпах зростання їх абсолютного значення (215 %). Аналогічна ситуація спостерігається і по грошових коштах, які з питомої ваги у 30,6% у 2005 році зменшилися до 29,8 %, хоча і зросли абсолютно (219 %). В обох випадках це пов'язано з відставанням темпів зростання основних статей – акцій і депозитів – та падіння їх питомої ваги: в акцій з 46,6 % до 39,4 %, а у депозитів з 25,1 % до 23,3 % у 2005 та 2010 рр. відповідно.

Таблиця 1.16. Напрями інвестування активів страхових компаній України у 2005-2011 рр., млн. грн.

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Загальні активи по балансу	20920,0	23995,0	32213,0	41930,5	41970,1	45234,6	48122,7
Активи, визначені ст.31 Закону України «Про страхування», у тому числі:	12346,5	17488,0	19330,0	23905,6	23690,9	27695,0	28642,4
1) грошові кошти на поточних рахунках	668,0	773,6	1429,4	1926,1	1526,8	1770,2	2073,1
у тому числі 1.1) в іноземній валюті	61,5	47,7	–	349,5	212,8	402,8	218,3
2) банківські вклади (депозити)	3102,3	5453,7	6171,5	6963,7	5926,4	6464,6	7819,1
у тому числі 2.1) в іноземній валюті	186,2	304,6	–	1840,1	1707,9	1819,2	1858,5
3) банківські метали	35,9	41,1	72,5	150,9	105,3	79,3	70,5
4) нерухоме майно	541,4	794,6	1157,6	1877,8	1997,8	2182,6	2054,0
5) акції	5752,8	7626,1	7078,7	8177,0	9521,8	10905,8	12529,0
6) облігації	272,6	363,5	517,8	825,8	556,5	652,7	780,3
7) іпотечні сертифікати	0,1	40,3	н/д	21,2	20,7	66,7	95,9
8) цінні папери, що емітуються державою	79,9	183,4	210,2	387,8	869,5	1523,4	1447,5
9) права вимоги до перестраховиків	1860,6	2163,9	2582,7	3498,9	3067,7	3940,1	1647,3
у тому числі 9.1) до перестраховиків – нерезидентів	245,3	285,2	–	627,6	648,7	870,2	791,1
10) інвестиції в економіку України за напрямами, визначеними Кабінетом Міністрів України	28,8	32,1	н/д	63,4	78,4	86,1	77,6
11) кредити страхувальникам-громадянам	2,3	2,2	н/д	0,8	5,1	5,0	4,6
12) довгострокові кредити для житлового будівництва	0,0	0,0	н/д	0,1	0,1	0,1	0,2
13) готівка в касі	1,8	13,6	н/д	11,4	13,8	18,3	43,2
Інші активи			109,9				

Відзначимо, що з 2005 по 2011 рр. суттєво зросла питома вага нерухомого майна (з 4,4 % до 7,9 %) цінних паперів, що емітуються державою (з 0,7 % до 5,5 %), а також дещо збільшилася частка грошових коштів на поточних рахунках (із 5,4 % до 6,4 %). Інші статті або зазнали незначних змін, або їх питома вага у портфелі інвестованих активів настільки незначна на даний момент, що їхні зміни ніяким чином не впливають на загальну структуру інвестицій.

Недержавні пенсійні фонди, так само як і страхові компанії, що займаються страхуванням життя, повинні виступати основними постачальниками довгострокових ресурсів на фінансовому ринку, але вони також не виконують цю функцію. Загальна кількість таких установ перевищує кількість «лайфових» страхових компаній (табл. 1.17), але їхні фінансові показники є незначними.

Таблиця 1.17. **Кількість недержавних пенсійних фондів України у 2007-2011 рр.** [51]

Вид НПФ	2007	2008	2009	2010	2011
Відкриті	65	71	71	71	70
Корпоративні	12	12	11	8	8
Професійні	11	10	10	10	10
Разом	88	93	92	89	88

Кількість НПФ постійно зростає, хоча в останні 2 роки вона стабілізувалася, про що свідчать і незначна кількість включених до Державного реєстру компаній, так само як і виключених із нього. Кількість адміністраторів також змінювалася не суттєво. Усе це нібито говорить про насиченість ринку, але основні показники діяльності НПФ свідчать, що це не відповідає дійсності (табл. 1.18).

У першу чергу, кількість осіб, які охоплені недержавним пенсійним забезпеченням, є мізерною у порівнянні із загальною кількістю населення України або кількістю працюючого населення, навіть не враховуючи той факт, що пенсійний вік може бути збільшений. Тому всі інші показники цих фондів незначні, хоча темпи їхнього зростання і виглядають солідними: активи і пенсійні внески збільшилися у 25 разів, пенсійні виплати – у 93 рази, сума інвестиційного доходу – у 45 разів. Навіть кризовий 2009 рік не призвів до зменшення показників діяльності: лише темпи зростання дещо уповільнилися. У той же час загальна кількість пенсійних контрактів – тільки у 2,3 рази, кількість учасників за укладеними контрактами – у 6,5 разів, кількість осіб, які отримують пенсійні виплати – у 16,5 разів.

Ще однією тенденцією є те, що фізичні особи самостійно майже не беруть участь у недержавному пенсійному забезпеченні, адже їхня питома вага у загальній сумі пенсійних внесків не перевищує 4,5 %, у той час як юридичні особи вносять більше 95,5 %. Така ситуація спостерігається протягом усього періоду, що

аналізується, і, вочевидь, буде залишатися без змін ще протягом тривалого періоду.

Таблиця 1.18. Основні показники діяльності недержавних пенсійних фондів України у 2005-2011 рр.

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Загальна кількість укладених пенсійних контрактів (тис. шт.)	30,6	41,5	55,9	62,3	62,5	69,7	75,0
Кількість учасників за укладеними пенсійними контрактами (тис. осіб)	88,0	193,0	279,0	482,5	497,1	569,2	594,6
Загальні активи НПФ (млн. грн.)	46,1	137,3	281,0	612,2	857,9	1144,3	1386,9
Пенсійні внески (млн. грн.), у т.ч.	36,4	119,7	234,4	582,9	754,6	925,4	1102,0
- від фізичних осіб	2,2	5,3	14,0	26,0	31,8	40,7	50,6
- від юридичних осіб	34,1	108,2	220,4	556,8	722,7	884,6	1051,2
- від фізичних осіб-підприємців	0,01	0,02	0,04	0,1	0,1	0,20	0,2
Пенсійні виплати (млн. грн.)	1,7	4,0	9,1	27,3	90,1	158,2	208,9
Кількість осіб, що отримали/отримують пенсійні виплати (тис. осіб)	2,9	3,9	5,5	10,9	28,1	47,8	63,1
Сума інвестиційного доходу (млн. грн.)	9,7	23,4	68,1	86,8	236,7	433,0	559,9
Сума витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів (млн. грн.)	1,3	6,1	16,6	31,6	47,1	64,6	86,6

Очевидно, що основними факторами, які визначають даний стан, є недостатній платоспроможний попит на подібні схеми пенсійного забезпечення, недостатня обізнаність населення, більша привабливість саме для роботодавців, які можуть віднести дані платежі на витрати, зменшуючи суму оподаткованого прибутку.

Більша частина активів НПФ знаходиться в управлінні КУА, але не дивлячись на те, що їхні обсяги збільшилися в 5,3 рази (табл. 1.19), ці темпи зростання не відповідали загальним темпам збільшення активів НПФ, що призвело до суттєвого зменшення їх питомої ваги з 85,5 % у 2006 р. до лише 55 % у 2010 р.

Змінилася і структура активів за видам НПФ. Якщо у 2006 р. на відкриті НПФ припадало 53 % активів в управлінні КУА, то протягом періоду, що аналізується, їхня питома вага збільшилася до 75 % за рахунок суттєвого зменшення частки корпоративних фондів (із 27 % у 2006 р. до 13 % у 2010 р.) та професійних фондів (із 19 % у 2006 р. до 11 % у 2010 р.).

Таблиця 1.19. Активи недержавних пенсійних фондів в управлінні КУА у 2006-2011 рр., млн. грн.

Вид НПФ	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Відкриті	62,5	146,99	314,13	384,64	473,74	479,95
Корпоративні	32,05	49,19	70,15	84,19	84,92	87,88
Професійні	22,71	46,59	65,15	67,39	71,9	71,13
Разом	117,26	242,77	449,43	536,21	630,56	638,96

Що стосується розміщення отриманих коштів НФП, то їхня структура представлена в табл. 1.20.

Слід відзначити, що вкладення в цінні папери не були домінуючими в окремі роки. Більше того, у 2005 та 2008 рр. цей напрям узагалі дорівнював лише 26,2 % та 37,0 % відповідно. Тільки в останні роки намітилася тенденція до підвищення ролі цінних паперів і поступове зниження значення грошових коштів і банківських депозитів. Останні втратили половину своєї питомої ваги: із 70,1 % у 2005 р. до 34,7 % у 2010 р., що свідчить про розширення доступних і надійних фінансових інструментів для інвестицій.

На цьому фоні слід відзначити значне підвищення ролі цінних паперів, дохід за якими гарантований Кабінетом Міністрів України (з 0 % у 2005 р. до 15 % у 2010 р.), розширення інвестицій в акції (із 7,2 % у 2005 р. до 18,1 % у 2010 р.) та облігації підприємств (із 10,6 % у 2005 р. до 15,4 % у 2010 р., хоча зі значними коливаннями протягом цього періоду).

Таблиця 1.20. Структура активів НПФ України
за 2005-2011 рр., % (за даними НКЦПФР)

Вид активів	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Кошти на поточному рахунку	н/д	н/д	3,3	2,2	2,8	3,1	2,7
Грошові кошти на вкладних (депозитних) рахунках	70,1	35,8	38,6	55,9	40,0	34,7	29,5
Цінні папери, дохід за якими гарантований місцевими органами влади	0,4	1,1	1,5	1,1	0,8	0,4	0,5
Цінні папери, дохід за якими гарантований Кабінетом Міністрів України	0,0	1,6	1,3	3,6	16,4	14,9	15,1
Облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України	10,6	41,0	23,8	22,6	18,9	15,4	25,0
Акції українських емітентів	7,2	12,1	25,1	9,0	8,8	18,1	18,4
Іпотечні цінні папери	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Об'єкти нерухомості	0,0	0,9	0,9	0,8	2,1	5,6	3,5
Банківські метали	1,5	3,2	2,7	3,4	3,7	2,8	1,9
Інші активи	10,4	4,3	2,6	1,3	6,3	5,0	3,4
Разом	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

На відміну від ІСІ, НПФ є постійними інвесторами у банківські метали (2,8 % у 2010 р.), а також збільшують вкладення в нерухомість (із близько 1 % протягом 2006-2008 рр. до 5,6 % у 2010 р.). Тобто в роки фінансової кризи і після неї загальна тенденція інвестування залучених коштів характеризується більшою диверсифікованістю вкладень, а отже, загальний портфель відзначається збалансованістю.

Якщо поглянути на сумарні показники вкладень інституційних інвесторів у цінні папери (рис. 1.4), тобто їх ключову характеристику, можна побачити, що в останні роки банки та ІСІ є домінуючими в цій сфері. Якщо протягом 2005-2006 рр. банки переважали інших інституційних інвесторів, то вже у 2007-2009 рр. основними учасниками ринку цінних паперів виступали саме ІСІ.

Але в наступні роки банки суттєво збільшили вкладення в цінні папери, які у 2010 р. перевищили за обсягами сумарні вкладення ІСІ, СК і НПФ. Це пов'язано не тільки з фактом зменшення обсягів інвестицій у цінні папери з боку ІСІ, але й незначними темпами зростання активів страховиків, з яких лише 1/3 інвестована в цінні папери, і нерозвиненістю системи недержавного пенсійного забезпечення, що проявляється у відставанні цих інституційних інвесторів від інших їх представників.

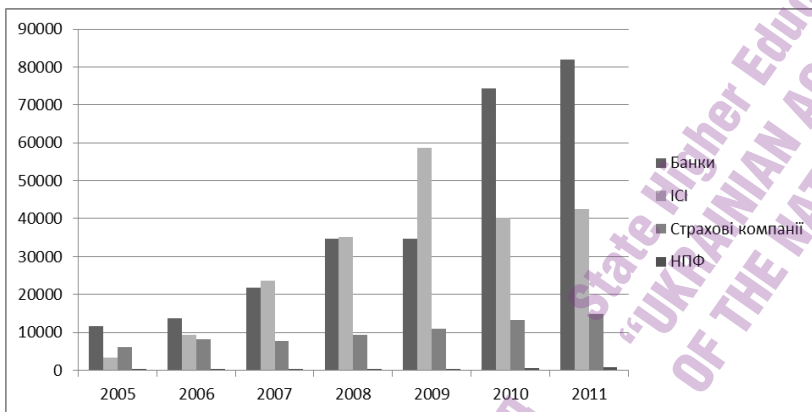


Рис. 1.4. Обсяги вкладень у цінні папери за видами інституційних інвесторів у 2005-2011 рр., млн. грн.

Ще однією причиною невеликих обсягів вкладень у цінні папери з боку інституційних інвесторів є значна питома вага у портфелі інвестицій грошових коштів і депозитів, абсолютні значення яких наведено в табл. 1.21.

Таблиця 1.21. Обсяги коштів інституційних інвесторів, що розміщені у вигляді грошових коштів і банківських депозитів у 2005-2011 рр., млн. грн.

Тип інституційного інвестора	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ІСІ	446	959	2168	1651	3882	3417	4909
СК	3772	6241	7601	8901	7467	8253	9935
НПФ	32	49	118	356	367	433	447
Разом	4251	7249	9887	10907	11716	12102	15292

Очевидним є той факт, що страхові компанії і недержавні пенсійні фонди тримають великі обсяги інвестованих активів саме у грошових коштах і депозитах, що потрібні як для виконання поточних зобов'язань (у випадку страхових компаній), так і забезпечують необхідний рівень надійності вкладень. Банківські депозити вже протягом тривалого терміну можна вважати консервативним напрямом інвестування. Також слід брати до уваги, що окремі страхові компанії і пенсійні фонди входять до складу фінансових груп, тому розміщення коштів на депозитах банків, що також є членами цих груп, виглядає цілком природним і логічним.

1.3 Світові тенденції розвитку інституційних інвесторів

З метою розуміння загальних тенденцій розвитку інституційних інвесторів для української практики є необхідність розглянути основні показники, яких досягли ці фінансові інститути в різних країнах світу. Окрім цього, обсяги активів, що знаходяться в їхньому розпорядженні, створюють додаткову аргументаційну базу на користь важливості цих інститутів для економіки в цілому і для фінансового ринку зокрема.

Відзначимо, що назви окремих інституційних інвесторів у різних країнах можуть суттєво відрізнятись, але загальноприйнятим (що зустрічається в більшості іноземних статистичних видань і джерел) є їх розподіл на пенсійні фонди (pension funds), страхові компанії (insurance companies), взаємні фонди (mutual funds), хеджеві фонди (hedge funds), фонди прямих інвестицій (private equity funds). Додатково можна до цієї групи віднести і суверенні фонди (sovereign wealth funds), наявність яких притаманна лише окремим країнам світу, але акумульовані ними активи становлять значну частину від загальної суми коштів, що знаходяться в розпорядженні інституційних інвесторів. Що ж стосується банків, то специфіка законодавства різних країн така, що не всі вони займаються інвестиційною діяльністю, тому, як правило, не аналізуються і не відносяться зарубіжними виданнями до складу інституційних інвесторів і розглядаються окремо.

Сумарні активи, які знаходяться в управлінні основних інституційних інвесторів, досягають 90 трлн. дол. США. Цей показник перевищує сумарне ВВП країн великої сімки у 2 рази. Активи пенсійних фондів досягають 30 трлн. дол. США і є найбільшими серед усіх інституційних інвесторів (рис. 1.5). Дещо менші їх обсяги знаходяться в розпорядженні страхових компаній і взаємних фондів – близько 24 трлн. дол. США у кожних. І хоча суверенні і хеджеві фонди, а також фонди прямих інвестицій разом не мають і 10 трлн. дол. США, тим не менш вони спроможні своїми операціями суттєво впливати на фінансові ринки.

Розглянемо детальніше особливості розвитку окремих інституційних інвесторів за останні роки.

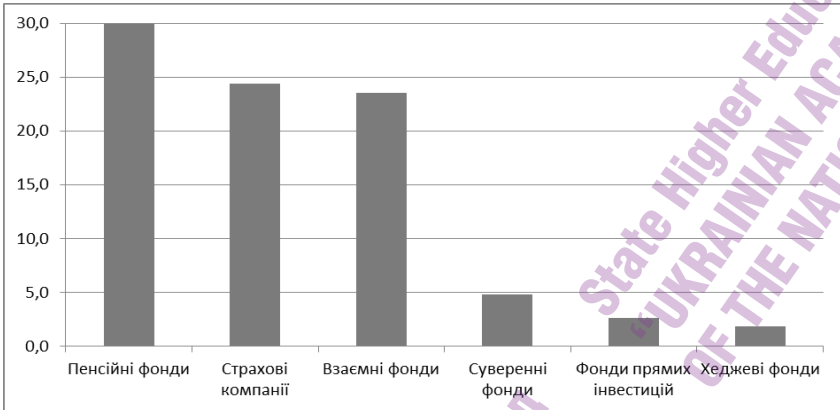


Рис. 1.5. Сумарні активи інституційних інвесторів у світі на кінець 2011 р., трлн. дол. США [49].

Пенсійні фонди, у розпорядженні яких знаходиться найбільша частка активів, відновили темпи зростання після світової фінансової кризи 2007-2008 рр. За цей період падіння в обсязі активів склало 17 %, у той час як подальше щорічне зростання знаходилося в межах 10 % у 2009 р. та 2010 р. Це дозволило відновити докризові показники, а за останні десять років їхні активи зросли майже вдвічі (рис. 1.6).

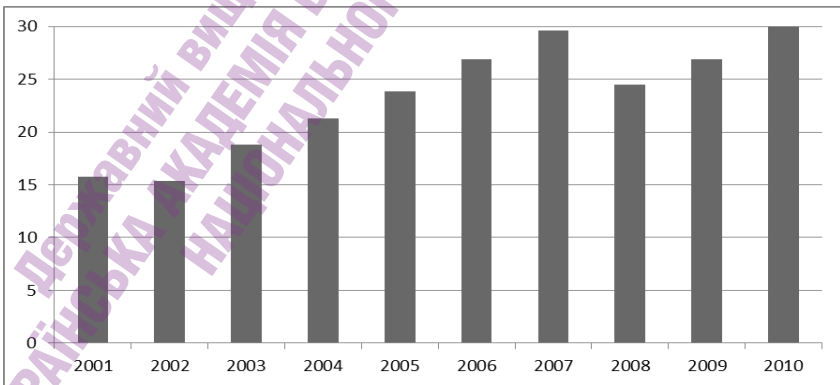


Рис. 1.6. Динаміка активів пенсійних фондів у 2001-2010 рр., трлн. дол. США [53].

Найбільша концентрація пенсійних активів знаходиться у США, на які припадає 58 % загально світового показника. Наступні чотири країни – Велика Британія, Канада, Японія, Австралія – нараховують близько чверті від цього показника (табл. 1.22).

Таблиця 1.22. Активи пенсійних фондів у розрізі окремих країн світу

Країна	Значення показника за роками, млрд. дол. США			Відхилення, %	
	2005	2009	2010	2010/2005	2010/2009
<i>I</i>	2	3	4	5	6
США	14731	15760	17371	18	10
Канада	1342	1600	2019	50	26
Великобританія	2685	2622	2969	11	13
Нідерланди	770	998	1057	37	6
Данія	359	512	552	54	8
Швейцарія	435	551	551	27	---
Франція	124	254	254	105	---
Швеція	165	234	234	42	---
Фінляндія	150	207	217	45	5
Німеччина	113	176	171	52	-2
Іспанія	100	138	131	31	-5
Італія	54	99	109	103	9
Ірландія	97	100	100	3	---
Польща	27	59	75	180	27
Норвегія	20	28	32	59	15
Португалія	27	32	28	4	-14
Австрія	15	20	20	40	1
Угорщина	9	17	19	104	13
Бельгія	17	19	18	7	-8
Туреччина	3	14	17	431	23
Ісландія	20	15	17	-18	9
Росія	12	15	15	23	---
Інші країни Європи	10	33	36	252	12
Японія	1262	1351	1388	10	3
Австралія	584	839	1124	93	34
Південна Корея	69	80	159	131	98
Сінгапур	73	91	91	24	---
Гонконг	44	68	78	77	16
Індія	45	62	62	37	---
Китай	8	37	41	400	12
Нова Зеландія	12	14	20	57	42
Таїланд	9	15	15	75	---

Продовження табл. 1.22.

1	2	3	4	5	6
Інші країни Азії та Океанії	11	14	14	30	---
Бразилія	--	243	301	--	24
Мексика	77	113	140	82	24
Чилі	68	107	136	99	28
Колумбія	17	31	46	176	50
Перу	10	23	31	214	33
Аргентина	23	33	33	46	---
Інші країни Латинської Америки	12	18	21	85	18
Південно-Африканська Республіка	202	166	166	-18	---
Ізраїль	42	91	107	154	17
Нігерія	--	9	14	--	46
Інші країни Африки та Близького Сходу	6	12	12	96	---
Разом	23856	26919	30012	26	11

Серед країн-лідерів найбільші темпи зростання пенсійних активів (більше 20 %) у 2010 році зафіксовані в Австралії, Канаді та Бразилії. Більш ніж 10 % зростання спостерігалось в США, Великобританії, Мексиці, Чилі. У цілому очікується зростання обсягів активів пенсійних фондів майже по всіх країнах у довгостроковому періоді, включаючи країни з розвиненими пенсійними системами і ті, в яких пенсійні фонди тільки проходять етап становлення. Серед таких країн відзначимо більшість країн Азії, Латинської Америки, Центральної і Східної Європи.

Хоча зростання активів пенсійних фондів продовжується, але більш швидкими темпами зростають і їх зобов'язання. Це пов'язано, у першу чергу, зі збільшенням очікуваної тривалості життя населення в розвинених країнах. Тому в найближчі роки пенсійні фонди будуть потерпати від дефіциту коштів, а їхня діяльність зіткнеться з певними ризиками.

Обсяги активів пенсійних фондів у порівнянні з національним доходом окремих країн додатково свідчать про важливість цих інституційних інвесторів для економіки країн. Зокрема, у Данії, США, Нідерландах, Канаді та Швейцарії це співвідношення перевищує 100 %, а в таких країнах, як Австралія, Великобританія,

Фінляндія, Чилі, Швеція, Сінгапур та Південно-Африканська Республіка знаходяться в межах від 50 % до 100 % (рис. 1.7).

Недержавні пенсійні фонди відіграють ключову роль у системі пенсійного забезпечення США, Великобританії, Канади, Австралії, Японії, Нідерландів, у той час як їхня роль у таких економічно розвинених країнах Європи, як Німеччина, Франція, Італія, є значно меншою. Європейська система пенсійного забезпечення більше покладається на солідарну систему пенсійного забезпечення.

За даними OECD найвищу дохідність від розміщення пенсійних активів у 2010 році продемонстрували Нідерланди (19 %), Нова Зеландія (10 %), Чилі (10 %). Інші країни мали показники доходності нижче 10 %, окрім Греції і Іспанії, які мали від'ємні значення цього показника через значні втрати економіки країн унаслідок фінансової кризи і загальних фінансових проблем Єврозони.

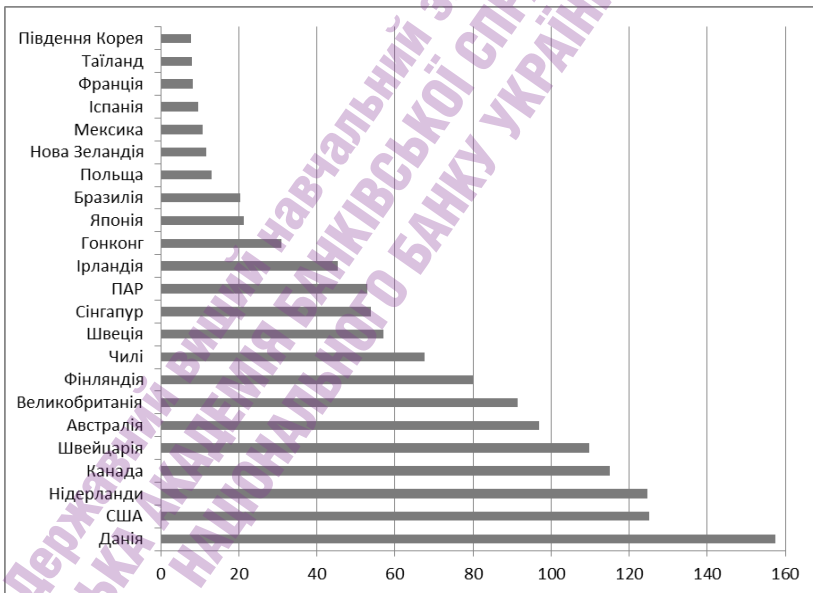
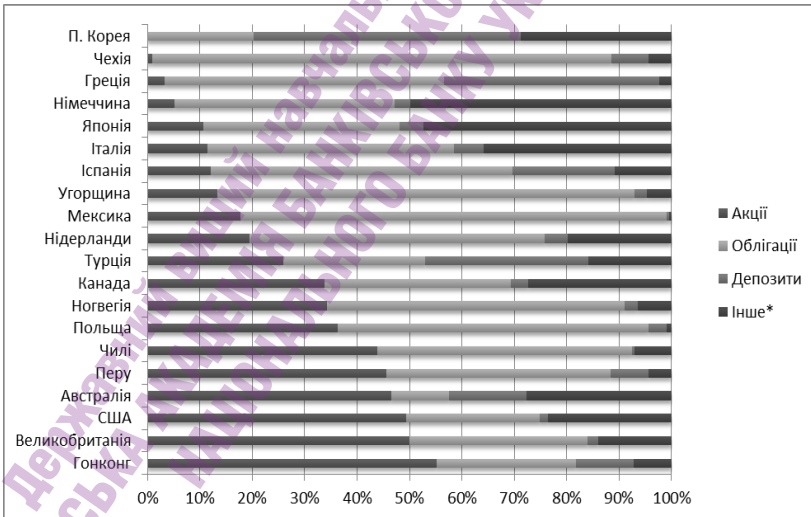


Рис. 1.7. Питома вага активів пенсійних фондів у національному доході окремих країн світу у 2009 р., %.

Структура розміщення активів суттєво відрізняється між країнами (рис. 1.8), що визначається як законодавчими обмеженнями, так і сформованою практикою інвестування. Ринки акцій є важливими для пенсійних фондів таких країн, як Великобританія, США, Австралія, Перу, Чилі і для Гонконгу, в яких питома вага акцій перевищує 45 %. На противагу, у Німеччині, Греції, Чехії, Південній Кореї лише 5 % активів розміщено в акції.

Більшість країн інвестує в інструменти з фіксованою доходністю, підтверджуючи тезу про те, що пенсійні фонди є консервативними інвесторами. Чехія, Греція, Мексика, Угорщина та Іспанія характеризуються тим, що більше 80 % активів їхніх інвестиційних фондів розміщено саме за цими напрямками. Ще 11 країн з обраного переліку вкладають в інструменти з фіксованою доходністю від 40 % до 80 % фінансових ресурсів. Навіть ті країни, в яких пенсійні фонди віддавали перевагу акціям, після фінансової кризи поступово перерозподіляють активи на користь облігацій, середня доходність яких за останні десять років є стабільною і не схильна до суттєвих коливань.



*Інше включає інвестиції в нерухомість, взаємні фонди, позики і приватне інвестування

Рис. 1.8. Структура активів пенсійних фондів в окремих країнах світу у 2010 р.

Пенсійні системи більшості країн знаходяться під постійним наглядом, що обумовлено поточними демографічними трендами, а також підвищенням вимог до прозорості системи обліку пенсійних зобов'язань. Поступове старіння населення в розвинених країнах поряд із низькими або від'ємними показниками народжуваності вимагає від уповноважених органів держав вишукувати шляхи для зменшення навантаження на пенсійну систему. Це вимагає підвищення пенсійного віку, адже за оцінками ООН до 2050 року частка людей пенсійного віку буде перевищувати можливості пенсійної системи забезпечувати їм виплати. Зокрема, прогнозується, що в Японії така частка буде становити 70 %, Італії – 62 %, Іспанії – 60 %, Німеччині – 57 %, Польщі – 50 %, Франції – 45 %. Аналогічна тенденція буде спостерігатися і в країнах, що розвиваються, хоча проблема не буде настільки гострою, тим не менш частка осіб пенсійного віку буде сягати 30-40 %.

Діяльність страхових компаній може бути охарактеризована як достатньо успішна, що проявляється в майже постійному зростанні обсягів надходжень страхових платежів, які на кінець 2010 р. досягли 4,3 трлн. дол. США, збільшившись на 2,7 % у порівнянні з попереднім роком. При цьому темпи зростання премій від договорів страхування життя були вищими (3,2 %), ніж від загальноризикових видів страхування (2,1 %). Співвідношення між цими сферами страхування залишається на користь страхування життя: 58 % до 42 %, хоча воно дещо погіршилося у порівнянні з 2000 р., коли ця пропорція дорівнювала 61 % до 39 % (рис. 1.9).

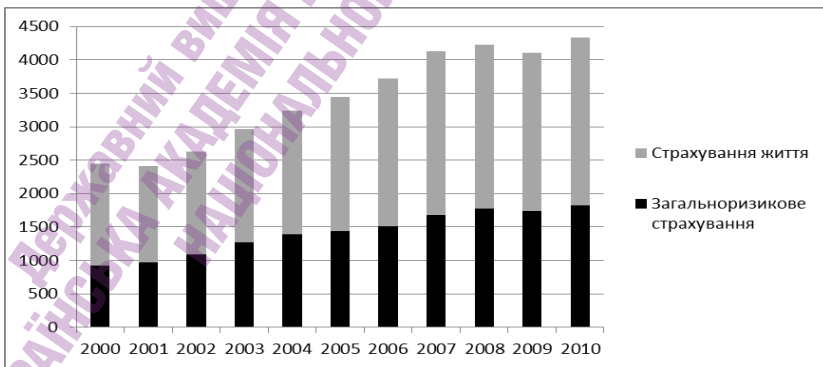


Рис. 1.9. Обсяги страхових премій за сферами страхування, млрд. дол. США [48].

Глобальна страхова індустрія достатньо успішно впоралася з фінансовою кризою завдяки достатній капіталізації страховиків, і більшість із них уже до 2010 року відновила свій капітал до докризового рівня. Відновлення світової економіки сприятиме продовженню сформованого тренду на зростання як капіталізації, так і зборів страхових премій страховиків. При цьому темпи зростання розвинених економік будуть незначними (2-4 %), а економіки країн, що розвиваються, будуть нарощувати обсяги страхових операцій значно швидше (більше 10 % на рік).

Лідером світового страхового ринку залишаються США (27 % у 2010 р.), які більше ніж у 2 рази переважають Японію, що знаходиться на другому місці (13 %), і в 3,7 рази Великобританію, що займає третє місце із 7 % (табл. 1.23). У цілому більшість країн першої десятки підвищили обсяги страхування (окрім Великобританії, Франції та Нідерландів).

Таблиця 1.23. Розподіл світового ринку страхування за розміром зібраних страхових платежів [48]

Країна	2009		2010	
	млрд. дол. США	%	млрд. дол. США	%
США	1 150	28	1 166	27
Японія	522	13	557	13
Великобританія	312	8	310	7
Франція	284	7	280	6
Німеччина	240	6	240	6
Китай	163	4	215	5
Італія	169	4	174	4
Канада	99	2	116	3
Південна Корея	98	2	114	3
Нідерланди	103	3	97	2
Інші країни	970	24	1 070	25
Усього у світі	4 110	100	4 339	100

Надходження страхових платежів хоча і є значними, але суттєво поступають загальному обсягу активів, якими розпоряджаються страхові компанії. На кінець 2010 р. в їх управлінні було 24,6 трлн. дол. США, 80 % з яких – це кошти страховиків, які займаються страхуванням життя. При цьому США акумулювали більше ніж чверть цих ресурсів, Японія – 16 %, Великобританія і Франція – близько 11 % (рис. 1.10).

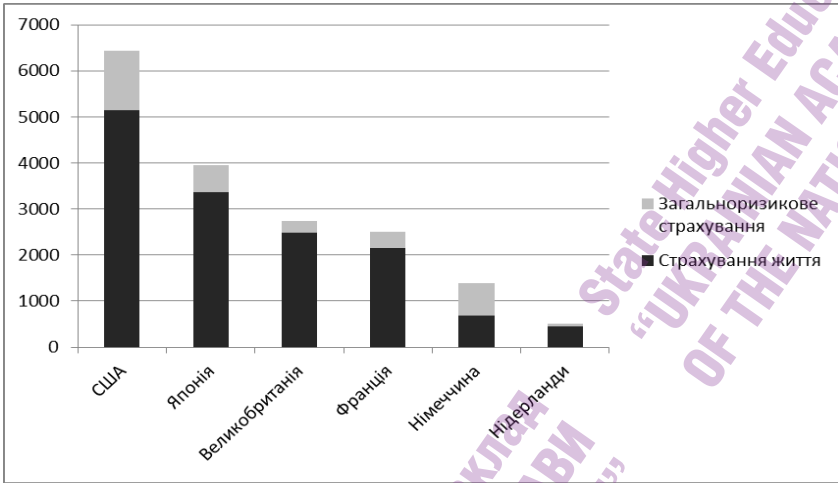


Рис. 1.10. Обсяги активів в управлінні страхових компаній країн-лідерів страхового ринку у 2010 р., млрд. дол. США.

У більшості країн страхові компанії інвестують залучені кошти в інструменти з фіксованою дохідністю, такі, як державні облігації та облігації корпоративного сектору, хоча їхні інвестиційні стратегії можуть включати вкладення в акції, нерухомість, інші інструменти (кредити, комплексні фінансові інструменти). Різниця між напрямками інвестування в більшості випадків обумовлена природою зобов'язань страховиків, їхньою схильністю до ризиків, існуючими нормами та обмеженнями з боку регулюючих органів щодо питомої ваги тих чи інших інструментів.

Серед страхових компаній, що займаються страхуванням життя, питома вага облігацій є значно вищою, ніж серед ризикових компаній, тому що інвестування у довгострокові облігації краще відповідає характеру їх зобов'язань, які також є довгостроковими. Тому в більшості країн, наведених нижче, інвестиційний портфель таких страховиків складається на 50-75 % саме з облігацій (рис. 1.11), за виключенням Фінляндії, Німеччини, Нідерландів, Південної Кореї та Сінгапуру. В Угорщині і Туреччині питома вага цих інструментів узагалі перевищує 90 %.



Рис. 1.11. Структура активів страхових компаній зі страхування життя окремих країн світу за напрямками інвестування у 2010 р., %.

Саме тому питома вага інших фінансових інструментів залишається незначною. Так на акції в середньому припадає трохи більше 10 %, окрім Швеції та Сінгапуру із 36 % та групою таких країн, як Фінляндія, Австралія, Бельгія, Франція, Малайзія, в яких цей показник дорівнює 20 %.

Інвестиції в нерухомість залишаються незначними – у середньому на рівні 1-5 %, за деякими виключеннями (Чилі, Чорногорія, Австралія).

Що ж стосується страхових компаній, що займаються ризиковими видами страхування, то вони також інвестуються переважно в облігації, хоча й менш інтенсивно (рис. 1.12). Тому питома вага, наприклад, акцій у таких країнах, як Фінляндія, Франція, Японія, Італія, Швеція перевищує 25 %, а в Австрії, Польщі, США, Ісландії – більше 20 %.

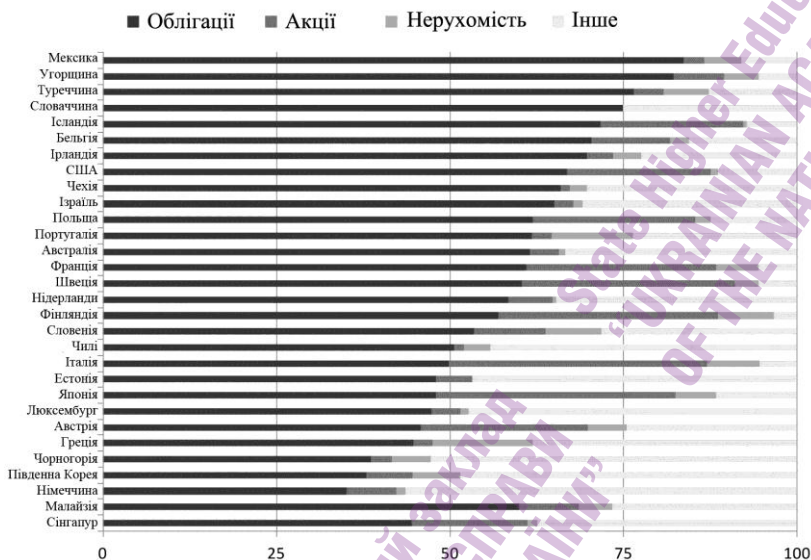


Рис. 1.12. Структура активів страхових компаній з ризикових видів страхування окремих країн світу за напрямками інвестування у 2010 р., %.

Інвестиції в нерухомість страхових компаній такого типу також є більшими і в середньому коливаються в межах 5-10 %, а в таких країнах, як Греція, Португалія, Словенія, Фінляндія, Італія навіть перевищує ці межі.

Таким чином, як і пенсійні фонди, страхові компанії вважаються консервативними інвесторами, вкладаючи кошти переважно у високонадійні активи, що в більшості країн обумовлено вимогами місцевого законодавства. Завдяки цьому, а також значній диверсифікованості інвестицій, страховики не зазнали значних втрат унаслідок фінансової кризи. Лише окремі компанії США та Європи, що мали тісні зв'язки з банківськими установами, зіткнулися з фінансовими труднощами і звернулися за допомогою до держави.

Третьою групою інституційних інвесторів за розміром сумарних активів є взаємні фонди. На кінець 2011 р. цей показник становив 23,8 трлн. дол. США. За період, що аналізується (2006-2011 рр.), спостерігається постійне коливання обсягів активів (табл. 1.24). Максимального значення показник досягнув у 2007 році, але після світової фінансової кризи він знизився майже на 30 % лише за 1 рік,

після чого почалося поступове відновлення. У той же час темпи зростання призупинилися в 2011 році, коли знов спостерігалось падіння обсягу активів (на 4 %), хоча і не таке значне, як у 2008 році, і було обумовлено втратами фондів, які здійснюють інвестування переважно в акції.

Таблиця 1.24. Розподіл взаємних фондів за сумарними обсягами чистих активів у 2006-2011 рр., млрд. дол. США

Тип фонду	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Фонди акцій	10431	12341	6434	8871	10467	9473
Фонди облігацій	3882	4289	3400	4567	5433	5842
Фонди грошового ринку	3848	4940	5786	5317	4995	4695
Збалансовані/змішані фонди	2116	2726	1826	2402	2775	2737
Інші	676	884	676	840	1029	1034
Разом	20953	25180	18122	21997	24699	23781

У цілому відзначимо, що структурні зміни в обсягах активів взаємних фондів спостерігалися переважно завдяки фондам грошового ринку та фондам акцій. Останні втратили 10 % у порівнянні 2006 р. із 2011 р. Частка фондів грошового ринку суттєво збільшилася в період світової фінансової кризи, що має логічне пояснення: інвестори віддавали перевагу інструментам, які характеризуються високою надійністю і ліквідністю, стабільним фіксованим доходом та незначними строками обертання. Така реакція ринку була ситуаційна, що видно з поступового зменшення частки таких типів фондів до рівня 2007 р., коли їхня частка становила 20 % (рис. 1.13).

Питома вага збалансованих/змішаних та інших типів фондів залишалася майже незмінною: 10-12 % та 3-4 % відповідно. У той же час поступово зростає значення фондів облігацій, які наростили свою частку із 17 % у 2007 р. до 25 % у 2011 р.

Ці структурні зміни можуть бути пояснені, у тому числі, показником чистого притоку/відтоку коштів у різні типи взаємних фондів за останні роки. Сумарний показник має яскраво виражену тенденцію до зменшення, а ось показники окремих типів фондів

суттєво коливаються. Так необхідність перерозподілу здійснених інвестицій у короткострокові інструменти, що було обумовлено світовою фінансовою кризою, чітко демонструють статистичні дані табл. 1.25.



Рис. 1.13. Структура активів взаємних фондів залежно від типів фондів, 2006-2011 р.

Таблиця 1.25. Чистий притік/відтік коштів у взаємні фонди у 2006-2011 рр., млрд. дол. США

Тип фонду	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Фонди акцій	306	-373	187	133	-96	58
Фонди облігацій	85	-196	628	468	238	62
Фонди грошового ринку	794	888	-640	-710	-152	-101
Збалансовані/змішані фонди	218	-79	117	174	84	47
Інші	130	35	-19	34	26	13
Разом	1533	275	273	99	100	79

Саме у 2007 році найбільший приток коштів мали фонди грошового ринку (888 млрд. дол. США), у той час як у всіх інших відбувся відтік. Уже наступного року, коли ситуація на світових фінансових ринках стабілізувалася і довгострокові очікування інвесторів були більш оптимістичними, спостерігаємо значний притік коштів у фонди акцій, облігацій, збалансовані/змішані фонди, і втрати фондами грошового ринку. Така тенденція залишилася майже без змін і в наступні роки, хоча як відтік, так і притік коштів уже не був таким значним.

Не дивлячись на зазначені тенденції розвитку, що характеризуються нестабільністю, а в окремі періоди і відверто негативними наслідками, кількість взаємних фондів продовжує зростати (табл. 1.26). Зменшилася лише кількість фондів грошового ринку (що є цілком очевидним, ураховуючи факт постійного відтоку коштів із цих фондів і в цілому зменшення їх сумарних активів), а також можна спостерігати незначне відхилення в період 2008-2009 рр. у кількості фондів акцій та інших фондів.

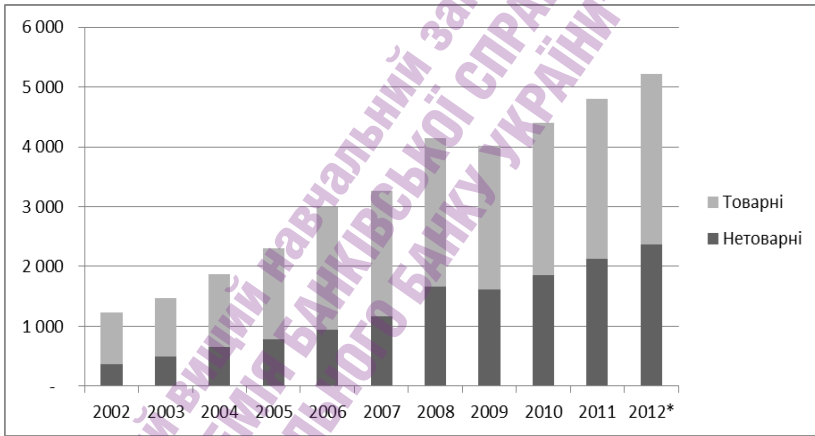
Таблиця 1.26. Динаміка кількості взаємних фондів (у розрізі їх типів) у 2006-2011 рр.

Тип фонду	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Фонди акцій	25679	27294	27854	27489	27716	28091
Фонди облігацій	13604	13342	12252	12453	12808	12971
Фонди грошового ринку	3408	3450	3700	3521	3344	3159
Збалансовані/змішані фонди	12517	13744	14501	14656	15893	16842
Інші	4116	5619	7170	6711	6858	8014
Разом	59324	63449	65477	64830	66619	69077

Суверенні фонди можна розглядати як нову групу інституційних інвесторів (хоча вони існують достатньо часу, але до 2000-х років їхня діяльність не була такою активною, як до початку економічного спаду), що за своєю сутністю дещо відрізняються від інших типових представників. Це, у першу чергу, пов'язано з джерелами їхніх коштів та формою власності. На відміну від більшості інституційних інвесторів це фонди державної власності, які акумулюють надлишки грошових коштів унаслідок надходжень від товарного експорту (найчастіше природних ресурсів).

Суттєві розміри грошових коштів, їхня висока ліквідність перетворює ці фонди у важливих гравців на фінансовому ринку, адже рівень їхніх активів уже сягає 4,8 трлн. дол. США і в майбутньому очікується їхнє подальше зростання (до 5,2 трлн. дол. США на кінець 2012 р.). Окрім цього, близько 7,2 трлн. дол. США знаходиться в розпорядженні інших суверенних інституцій, таких, як пенсійні резервні фонди та фонди розвитку. Оцінки розміру цих інвесторів мають суттєві розбіжності через різницю у визначенні сутності суверенних фондів, обмеженість у розкритті інформації про їхню діяльність та недостатню прозорість частини таких фондів, особливо з країн Близького Сходу.

Активи суверенних фондів більші за активи хеджевих фондів та фондів прямих інвестицій, але суттєво поступаються за цим показником традиційним інституційним інвесторам – пенсійним фондам, страховим компаніям, взаємним фондам. У той же час їхні активи зростають більшими темпами, а значення цих фондів підвищилося з 2007 року, коли економічний спад унаслідок світової кризи супроводжувався активізацією інвестиційної діяльності урядів ряду країн, особливо на тлі загальної низької ліквідності світових фінансових ринків. Суверенні фонди брали участь у стабілізаційних заходах на внутрішніх ринках шляхом капіталізації банків, купівлі нерухомості, фінансуванні дефіциту бюджету тощо. Наприклад, кошти резервного фонду Росії були використані для поповнення федерального бюджету, що призвело до зменшення його обсягу на половину до 25 млрд. дол. США.



*прогнозні дані

Рис. 1.14. Динаміка структурних змін джерел наповнення суверенних фондів у 2002-2012 рр., млрд. дол. США

Що стосується регіонального розподілу активів суверенних фондів, то слід відзначити, що на країни Азії та Близького Сходу припадає близько 40 % та 35 % відповідно. Залишок, за незначним виключенням, знаходиться в Європі (17 %). Китай посідає перше місце серед окремо взятих країн із 29 % сумарних світових активів суверенних фондів. Значні обсяги акумульовані Об'єднаними

Арабськими Еміратами (16 %), Норвегією (12 %), Саудівською Аравією (10 %) та ін. (табл. 1.27).

Таблиця 1.27. Розподіл активів суверенних фондів за регіонами та країнами світу, 2011 р.

Країна	Млрд. дол. США	Питома вага, %
Китай	1 411	29
Об'єднані Арабські Емірати	783,0	16,0
Норвегія	560,0	12,0
Саудівська Аравія	478,0	10,0
Сінгапур	405,0	8,0
Кувейт	296,0	6,0
Росія	114,0	2,0
Інші	753,0	16,0
Регіон		
Азія	1 927	40
Близький Схід	1 682	35
Європа	802	17
Північна/Південна Америка	139	3
Африка	130	3
Інші	120	2
Разом	4 800	100

Рейтинг найбільших суверенних фондів світу за обсягами активів представлено в табл. 1.28. Оцінки активів окремих фондів можуть відрізнятися від їхніх фактичних значень через закритість інформації та непублічний характер операцій, що здійснюються окремими фондами, особливо ті, які мають походження з країн Близького Сходу.

Джерелами надходжень до фондів товарного походження виступають кошти, отримані від експорту природних ресурсів: нафти, газу та інших корисних копалин. Більшість активів таких фондів інвестовано в активи на світових фінансових ринках. Головна мета, яка переслідується при створенні подібних інститутів – підтримка національної економічної стабільності у випадку коливань цін на експортні природні ресурси, а також забезпечення потоку грошових коштів для майбутніх поколінь у випадку зниження цін на експортні товари у довгостроковій перспективі. Інвестиційна стратегія таких фондів зосереджена на довгострокових вкладеннях, хоча частина

коштів усе ж таки має достатньо високу ліквідність, щоб забезпечити можливі покриття поточних фінансових потреб. У більшості випадків кошти розміщуються закордоном. При цьому до половини всіх активів включають інвестиції в акції, 25 % – в інструменти з фіксованою доходністю, 15 % розміщено на банківських депозитах.

Таблиця 1.28. Найбільші суверенні фонди світу, 2011 р.

Назва фонду	Обсяг активів в управлінні, млрд. дол. США	Країна	Рік заснування	Джерело надходжень
Abu Dhabi Investment Authority	627	ОАЕ	1976	Товарне
SAFE Investment Company	568	Китай	1997	Нетоварне
Government Pension Fund – Global	560	Норвегія	1990	Товарне
SAMA Foreign Holdings	473	Сауд. Аравія	н/д	Товарне
China Investment Corporation	410	Китай	2007	Нетоварне
Kuwait Investment Authority	296	Кувейт	1953	Товарне
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293	Китай	1993	Нетоварне
Government of Singapore Investment Corporation	248	Сінгапур	1981	Нетоварне
Temasek Holdings	157	Сінгапур	1974	Нетоварне
National Social Security Fund	135	Китай	2000	Нетоварне
National Welfare Fund	114	Росія	2008	Товарне
Qatar Investment Authority	85	Катар	2005	Товарне
Australian Future Fund	73	Австралія	2004	Нетоварне
Libyan Investment Authority	70	Лівія	2006	Товарне
International Petroleum Investment Company	65	ОАЕ	2006	Товарне
Інші	626			
Разом	4 800			

Що стосується надходжень до фондів нетоварного походження, то ними, як правило, виступають офіційні золотовалютні резерви країни, частина профіциту бюджету, доходи від приватизації. При цьому їхні ресурси виступають важливим джерелом ліквідності для світових ринків капіталу і в більшості випадків розміщуються у державні облігації США.

Відзначимо, що інші суверенні інвестиційні інститути мають багато спільних рис із суверенними фондами, які розглянуті вище. До таких інститутів відносяться державні пенсійні резервні фонди, державні інвестиційні фонди, державні фонди розвитку, афілійовані з державою корпоративні суб'єкти. За оцінками Організації економічного співробітництва і розвитку (OECD), такими країнами, як США, Японія, Швеція в подібних фондах накопичено 4,5 трлн. дол. США.

Фонди прямих інвестицій, що представляють собою будь-які інвестиції в акціонерний капітал, які здійснюються на не біржовому ринку, зазнали значних втрат із 2008 року, що в цілому пов'язано зі зниженням економічної активності економічних агентів. За останні роки спостерігається поступове відновлення обсягів інвестицій, а кошти фондів залишаються основним джерелом фінансування діяльності молодих компаній і компаній зі скрутним фінансовим станом, які потребують додаткового фінансування.

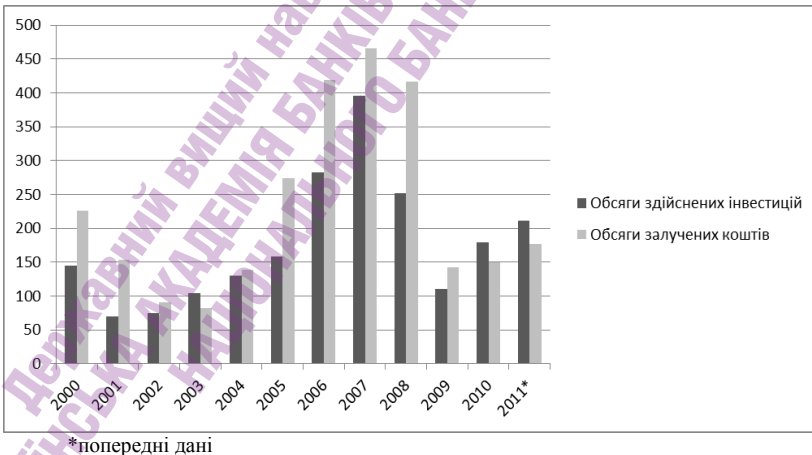


Рис. 1.15. Показники діяльності фондів прямих інвестицій у 2000-2011 рр., млрд. дол. США

Обсяги здійснених інвестицій у 2010 році сягали 180 млрд. дол. США, що на 62 % більше, ніж показник 2009 р., але майже вдвічі менше за результат 2007 року, який був найкращим за останню декаду (рис. 1.15). Поряд із цим, обсяги залучених коштів суттєво не змінюються, хоча і спостерігається поступове збільшення їх обсягів протягом останніх трьох років.

Загальні обсяги фінансових ресурсів в управлінні фондів прямих інвестицій сягають близько 2,4 трлн. дол. США, а фактично наявні кошти для здійснення інвестицій дорівнюють приблизно 40 % від цієї суми і наближаються до 1 трлн. дол. США (на кінець 2010 р.). Відзначимо, що поступово все більша частина залучених ресурсів розміщується у вигляді інвестицій, і показник 2010 року в цьому плані є найкращим (рис. 1.16).

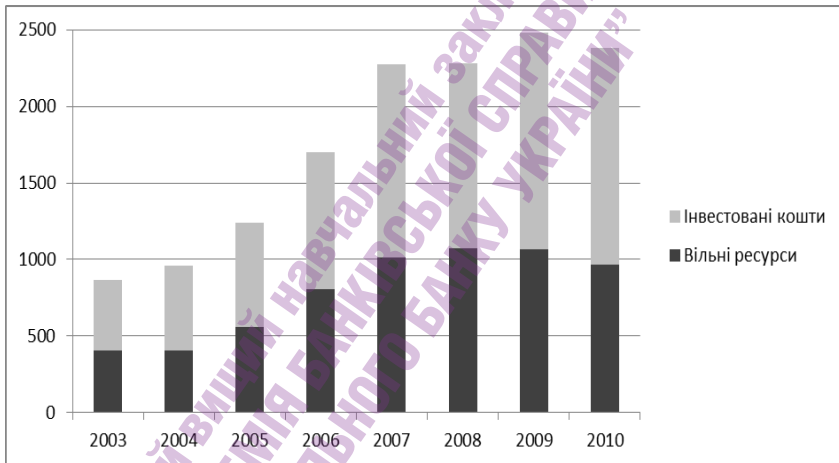


Рис. 1.16. Співвідношення між інвестованими та вільними коштами фондів прямого інвестування за 2003-2010 рр., млрд. дол. США

У регіональному розрізі спостерігається поступове зменшення домінуючої ролі північноамериканського регіону. Якщо у 2000 році на нього припадало 68 % усіх здійснених інвестицій та 71 % усіх залучених коштів, то у 2010 році ці показники становили відповідно 45 % та 53 %. Це відбулося за рахунок більшої активності європейських країн та азійсько-тихоокеанського регіону. Частка Європи у здійснених інвестиціях збільшилася з 23 % до 32 %, але

дещо зменшилася питома вага у залучених коштах – із 20 % до 18 %, у той час, як країни Азії та Океанії удвічі збільшили свою частку в обсягу здійснених інвестицій (із 8 % до 18 %) і майже втричі – у залучених коштах (із 8 % до 22 %). Прогрес останніх викликаний тим, що фінансова криза вплинула на країни цього регіону значно менше, а отже, можливості для економічного зростання були кращими. Прогнозується, що у найближчі роки частка країн, що розвиваються, може зрости більше ніж у два рази у порівнянні з поточним рівнем.

На даний момент найбільші обсяги коштів у розпорядженні фондів прямих інвестицій зосереджені в таких країнах, як США, Великобританія, Китай, Франція, Австралія, Індія, Німеччина та Японія.

Основними постачальниками фінансових ресурсів виступають інші інституційні інвестори (як правило, пенсійні фонди, страхові компанії, суверенні фонди), управляючі активами, приватні особи. Хоча інші інституційні інвестори спрямовують лише незначну частку своїх активів у фонди прямих інвестицій (3-7 %), тим не менш саме ці інвестиції дають можливість отримати найбільшу дохідність вкладених коштів, яка значно перевищує дохідність ринку акцій та облігацій. Наприклад, фонди Великобританії у 2010 році показали дохідність на рівні 18,6 %, що вище, ніж дохідність за портфелем акцій FTSE (14,5 %) і дохідність, яку забезпечили пенсійні фонди (12,7 %).

Хеджеві фонди є ще одним із представників інституційних інвесторів, але на відміну від найбільших із них їхня діяльність не підлягає жорсткому регулюванню, тому можуть інвестувати кошти без обмежень. Залучення коштів здійснюється як від приватних, так і від інституційних інвесторів. Хоча хеджеві фонди є найменшими серед інших інституційних інвесторів за обсягами коштів у їх розпорядженні (1,9 трлн. дол. США на кінець 2011 р.), тим не менш вони мають суттєвий вплив на фінансовому ринку. За останній рік обсяги їхніх активів дещо знизилися (на 3 % у порівнянні 2001 р. із 2010 р.), але кількість самих фондів зростає і подальше їх зростання буде залежати від кон'юнктури світових фінансових ринків, яка прогнозується як сприятлива.

Найкращі показники як за кількістю фондів (близько 10000), так і за обсягами активів (більше 2,2 трлн. дол. США) були показані в 2007 році, а за останню декаду темпи приросту активів склали близько 12 % щорічно.

Найбільшим центром хеджевих фондів є США, де в їх управлінні на кінець 2011 р. знаходилося до 70 % світових обсягів активів (83 % на початку 2000-х років); на Європу припадає 21 %, а залишок – на країни Азії (рис. 1.18). Нью-Йорк і Лондон є світовими центрами хеджевих фондів, на які припадає 42 % та 18 % активів відповідно.

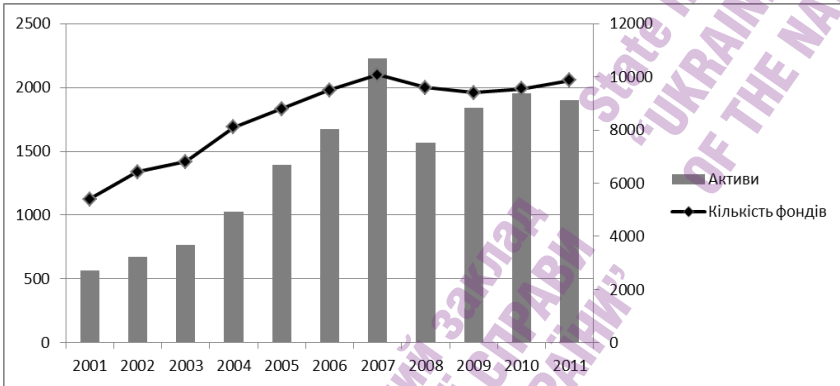


Рис. 1.17. Обсяги активів (ліва шкала) у розпорядженні хеджевих фондів та їх кількість (права шкала) у світі, млрд. дол. США

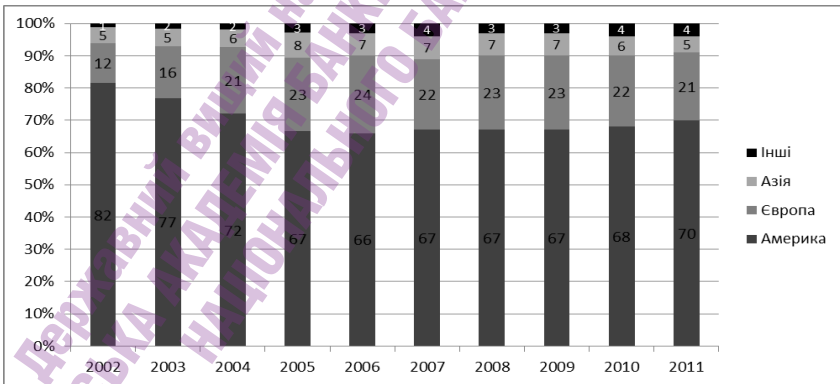


Рис. 1.18. Географічний розподіл активів хеджевих фондів у 2002-2011 рр., %.

Європейські хеджеві фонди у 2011 році зіткнулися з цілою низкою проблем, що виникли на фоні суверенної боргової кризи і

привели до чистих втрат. Лондон залишається одним із найбільших центрів хеджевих фондів, де їх розташовано більше 800 із 70 %-ю часткою всіх європейських хеджевих активів. Більше того, тут надається повний спектр послуг, пов'язаних з адмініструванням, управлінням, брокерською і депозитарною діяльністю, а також аудитом (рис. 1.19).

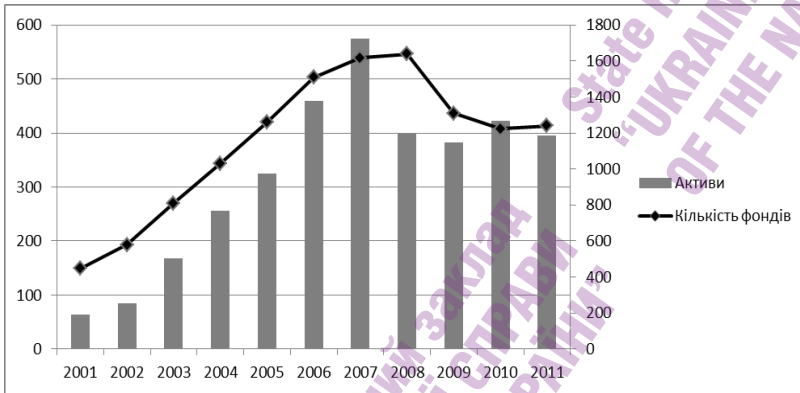


Рис. 1.19. Активи (ліва шкала) та кількість (права шкала) хеджевих фондів у європейських країнах у 2001-2011 рр., млрд. дол. США

Позиції азійських країн хоча й покращуються, але вони виступають швидше як джерело коштів, у той час як професійне управління ними здійснюють менеджери США і Великобританії (до 25 % усіх активів).

На даний момент у провідних країнах світу впроваджуються заходи щодо більш жорсткого регулювання діяльності хеджевих фондів, що пов'язано, у першу чергу, з наслідками фінансової кризи. У США основним напрямом є встановлення нових вимог до їх реєстрації та розкриття інформації з метою моніторингу діяльності і системних ризиків. В Європі наголос зроблено на впровадженні спеціальної директиви (Alternative Investment Fund Managers Directive), яка у 2013 році має бути прийнята в якості закону або змін до існуючих законодавчо-нормативних актів більшості європейських країн.

Дохідність хеджевих фондів була від'ємною у 2011 р. (4,6 %), що пов'язано із 17 %-м падінням світових ринків акцій, у результаті чого до 60 % хеджевих фондів втратили гроші. Хоча в попередні роки (2009 та 2010 рр.) прибутковість їхньої діяльності була задовільною – 25 % та 10 % відповідно. Інвестиції спрямовуються в ринки країн, що розвиваються (Росія, Латинська Америка, Азія, Близькій Схід), які

забезпечували підвищену дохідність від вкладених коштів. У цілому за останнє десятиліття середня дохідність хеджевих фондів оцінюється на рівні 6,3 %.

Інвестиційні стратегії хеджевих фондів суттєво відрізняються і можуть бути як прив'язаними до загальної ринкової тенденції, так і бути ринково нейтральними. При цьому більшість інвестицій здійснюється в акції як на довгостроковій, так і на короткостроковій основі.

З точки зору залучення грошових коштів, хеджеві фонди в більшій мірі орієнтовані на великих інституційних інвесторів (більше половини всіх коштів), які не схильні здійснювати викуп активів (рис. 1.20). Тому у 2012 році прогнозується поступове збільшення їхньої присутності через те, що інституційні інвестори будуть шукати альтернативні джерела вкладення коштів.

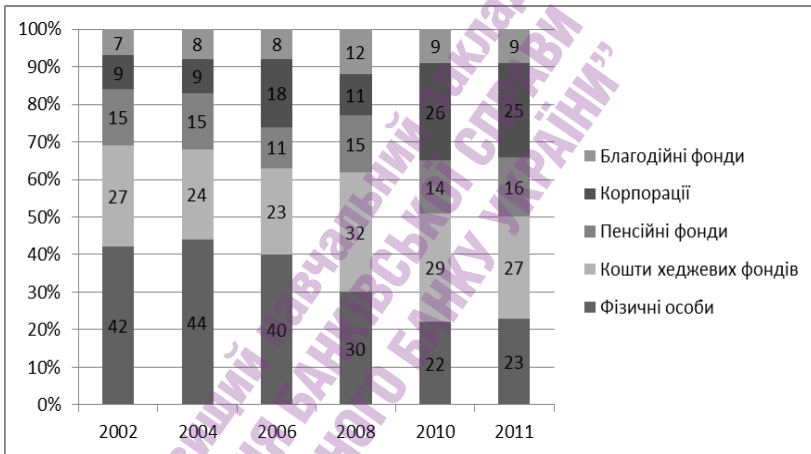


Рис. 1.20. Динаміка структурних змін джерел коштів хеджевих фондів у 2002-2011 рр., %

Більшість коштів інституційних інвесторів, що інвестують у хеджеві фонди, походить із США (більше 50 %), Великобританії (14 %), Швейцарії (11 %). При цьому за своєю структурою (на кінець 2011 р.) 20 % коштів інституційних інвесторів припадають на самі хеджеві фонди, 15 % – на благодійні фонди, 26 % – на пенсійні фонди.

Висока концентрація ринку хеджевих фондів (найбільші 100 фондів розпоряджаються 2/3 всіх активів у 2011 р.) поступово знижувалася до свого мінімуму у 2008 році, після чого почалося деяке відновлення позицій найбільших гравців.

ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКИ У РОЗВИТКУ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ І ФОНДОВОГО РИНКУ

2.1. Особливості взаємного впливу між інституційними інвесторами і фондовим ринком

Як було показано в розділі 1, значення інституційних інвесторів для світової економіки є визначальним, враховуючи сумарну кількість активів, яка накопичена цими фінансовими посередниками. При цьому на сучасному етапі їхнього розвитку дані інститути майже зрівнялися за рівнем впливу на світові фінансові ринки, адже розміри їхніх активів приблизно однакові з деяким домінуванням пенсійних фондів. Хоча відносно недавно (до 90-х років включно) саме пенсійні фонди були найбільш важливими серед інституційних інвесторів, маючи в розпорядженні активи, обсяги яких сягали до 50 % ВВП розвинених країн, тоді як страхові компанії не перевищували 30 % ВВП, а взаємні фонди взагалі нараховували не більше 20 % ВВП.

Незважаючи на той факт, що різні інституційні інвестори переслідують різні цілі при здійсненні операцій з інвестування залучених грошових коштів, тим не менш вони мають приблизно однаковий вплив на фондовий ринок. Тому виникає необхідність дослідження такого впливу і, що більш важливо, визначити, чи потрібно взагалі країні сприяти розвитку недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування в умовах слабкого фондового ринку, що цілком відображає поточну ситуацію, яка склалася в Україні.

В якості основної мети можна сформулювати наступну проблему: що йде першим – розвиток фондового ринку сприяє розвитку інституційних інвесторів чи навпаки розвиток інституційних інвесторів є причиною розвитку фондового ринку. Відповідь на це питання багато в чому буде залежати від конкретного виду інституційного інвестора.

Що стосується пенсійних фондів, то необхідно вирішити, чи проводити системну реформу пенсійної системи, обов'язковою складовою якої має бути створення недержавних пенсійних фондів в умовах відсутності розвиненого фондового ринку, або впровадити лише податкові преференції для стимулювання добровільного створення НПФ. Можна виділити три головні передумови, виконання яких дозволить країні, що не має нормально функціонуючого фінансового ринку, успішно провести пенсійну реформу. До них відносяться: зобов'язання держави послідовного і довгострокового характеру зі здійснення пенсійної реформи; упровадження механізмів захисту учасників пенсійної системи (у першу чергу, фізичних осіб) та їх активів; вільний доступ до залучення передового закордонного досвіду. Виконання цих умов можливе лише у випадку цілісного підходу до проведення економічних реформ, бажання співпрацювати з банківським, страховим секторами, ринками капіталу, а також упровадження відповідних змін у макроекономічній та фіскальній політиці. Важливим елементом є послідовність дій урядів, які будуть змінювати один одного, у подальшому розвитку початкових ініціатив реформування пенсійної системи.

Що стосується відкритості для закордонного досвіду, то держава має забезпечити можливості вільного доступу іноземних гравців у пенсійну систему (бажано в тісній співпраці з місцевими компаніями), які б могли на початковому етапі проведення реформи забезпечити її швидке зростання і надати достатніх гарантій збереження пенсійних активів.

У більшості випадків ті країни, що характеризуються недостатнім розвитком фінансових ринків, можуть більш-менш успішно провести зазначені заходи за умови макроекономічної стабільності, а також розвитку банківської системи і страхового ринку. Необхідність розвитку фондового ринку не є пріоритетною, хоча готовність до його реформування і відкритість є запорукою успіху пенсійної реформи у довгостроковому періоді. Беручи до уваги той факт, що накопичення пенсійних активів здійснюється помірними темпами, держава завжди буде мати час для розвитку фондового ринку, а отже, упровадження умов для діяльності НПФ є первинними у порівнянні з наявністю розвиненого фондового ринку. На початковому етапі функціонування системи НПФ загальні обсяги їхніх активів будуть незначними, а отже, вони можуть бути інвестовані в державні цінні папери та розміщені на банківських депозитах. По мірі зростання пенсійних активів перелік напрямів інвестування також буде

розширюватися до акцій та облігацій корпорацій, що, у свою чергу, позначиться на розвитку фондового ринку.

Прихильники традиційних пенсійних систем з єдиним пенсійним фондом, до якого роботодавці і працівники здійснюють відрахування, наголошують на небезпеці збереження пенсійних активів у недержавних пенсійних фондах. Зокрема, відзначається, що за відсутності розвиненого фондового ринку активи НПФ будуть спрямовуватися в державні цінні папери, а отже, за рахунок них буде фінансуватися дефіцит державного бюджету за від'ємними реальними відсотковими ставками. Але подібні аргументи актуальні лише для країн, в яких спостерігається висока інфляція, а розвиток фінансових ринків не виступає в якості пріоритетів державної політики. Адже за умови підтримки фінансової стабільності в країні та усунення бар'єрів у розвитку фінансових ринків, створюються умови динамічної взаємодії між НПФ та фондовим ринком. Це підтверджується досвідом більшості країн-членів Організації економічного співробітництва і розвитку та країнами Латинської Америки, в яких підтримка низької інфляції, незначного дефіциту державного бюджету і позитивних реальних відсоткових ставок забезпечило наявність макроекономічної стабільності, що, у свою чергу, сприяло розвитку системи НПФ та ринків капіталів.

Показовим прикладом успішної реалізації пенсійної реформи є досвід Чилі, який доводить, що розвиток інституційних інвесторів може бути тригером розвитку фондового ринку. Чилійська пенсійна система у 1981 році була перетворена з неплатоспроможної системи соціального забезпечення на децентралізовану обов'язкову систему пенсійного забезпечення, до якої робітники відраховували 10 % від своєї заробітної плати. Активи інвестувалися на індивідуальній основі приватними інвестиційними компаніями. При цьому робітники мали право перевести свої кошти до іншої компанії у випадку незадовільних результатів попереднього розпорядника коштів. Активи пенсійних фондів зросли з нуля у 1980 р. до 42 % ВВП країни (1998 р.). Це супроводжувалося одночасним зростанням питомої ваги фінансових активів у ВВП із 28 % у 1980 р. до 68 % у 1993 р. І хоча на початковому етапі реформи законодавчо було заборонено здійснювати інвестиції в акції, тим не менш активи пенсійних фондів розміщувалися не тільки в державні облігації, а й у депозитні сертифікати банків та іпотечні облігації. Унаслідок цього строки обертання боргових цінних паперів як для економіки країни, що розвивається, були надзвичайно довгими: 12-20 років. Дозвіл на інвестування в акції був законодавчо закріплений у 1985 році, що

привело до суттєвого зростання їх питомої ваги майже одразу (до 30 % сукупного портфеля інвестицій). У свою чергу, такий крок призвів до збільшення капіталізації фондового ринку за 5 років у кілька разів (із 32 % ВВП у 1988 р. до 90 % ВВП у 1993 р.) [118].

Р. Хольцманн довів, що пенсійна реформа Чилі привела до зростання реального сектору економіки завдяки підвищенню її продуктивності та акумуляції вільного капіталу, а також до значного розширення фінансового ринку в цілому і фондового ринку зокрема [99].

У таблиці 2.1 показано, що зростання пенсійних фондів супроводжувалося збільшенням обсягів емісії корпоративних облігацій (які часто розміщувалися безпосередньо в пенсійних фондах), появою нових гравців на фінансових ринках, таких, як інвестиційні фонди з іноземним капіталом, а також певним розширенням діяльності страхових компаній і взаємних фондів, що призвело до диверсифікації суб'єктів ринку.

Дж. Фортейн також відмічає, що розвитку пенсійних фондів Чилі сприяв рух внутрішніх фінансових ресурсів. Наприклад, попит на довгострокові державні облігації з боку пенсійних фондів дозволив уряду країни обслуговувати зовнішні зобов'язання за рахунок внутрішніх джерел шляхом збільшення внутрішнього боргу країни з 5 % (1980 р.) до 28 % (1990 р.) ВВП без суттєвих змін у системі оподаткування та шкоди реальному сектору економіки. Обмеження на розміщення пенсійних активів за кордоном також призвело до їх інвестування лише на внутрішньому фінансовому ринку, що пояснює його стрімке зростання за цей період (1980-1990 рр.), а також той факт, що Чилі краще ізольовані від можливих змін настроїв міжнародних інвесторів та значно менше постраждали від корекції після Мексиканської кризи, ніж інші країни Латинської Америки [89].

Таблиця 2.1. Розвиток фінансового сектору Чилі до і після впровадження пенсійної реформи, % ВВП [84].

Показник	1980 р.	1986 р.	1992 р.
Інструменти з фіксованою доходністю	0,2	26	60
Капіталізація фондового ринку	30	24	88
Корпоративні облігації	0,2	0,4	5
Взаємні фонди	3	1	2
Інвестиційні фонди з іноземним капіталом	0	0	3
Резерви страхових компаній	–	3	7
Активи пенсійних фондів	0	13	32

Необхідність реформування страхового бізнесу також достатньо важлива для країн із низьким і середнім рівнем дохідності, хоча і не настільки принципово у порівнянні з реформуванням пенсійної системи. Тим не менш, страховий ринок впливає на макроекономічну стабілізацію в країні, тому усунення таких загальних проблем, як бар'єри для входу на ринок (особливо іноземних компаній), недостатня капіталізація страхових компаній, високі експлуатаційні витрати, низька якість страхових послуг, відсутність нових, інноваційних продуктів, слабкий контроль за страховими брокерами, високий рівень дебіторської заборгованості, значна кількість випадків страхового шахрайства, затримки у виплаті страхових відшкодувань, недовіра страхувальників до страховиків спроможні значно покращити фінансові результати страхових компаній, підвищити загальний обсяг їхніх активів, а отже, і присутність на фондовому ринку через необхідність інвестування цих активів за різними напрямками. Ураховуючи жорсткий розподіл страховиків на сектор загальноризикового страхування і страхування життя, можна стверджувати, що ці різні компанії будуть пред'являти попит на інструменти фондового ринку, які суттєво відрізняються за своїми характеристиками (строк обертання, ризик, дохідність).

Що стосується інститутів спільного інвестування, то на відміну від пенсійних фондів вони швидше будуть слідувати за розвитком фондового ринку, ніж передувати йому. Причиною цього є спеціалізація фондів на окремих інструментах (наприклад, фонди можуть здійснювати інвестиції переважно в акції, облігації, державні цінні папери, банківські депозити), а отже, наявність розвиненого ринку таких інструментів є необхідною запорукою розвитку самих ІСІ.

Питання пріоритетності впливу на розвиток фондового ринку безумовно є важливим, але також досить актуальною виступає проблема інтерактивної взаємодії та взаємного впливу інституційних інвесторів і фондового ринку. Досвід англосаксонських країн свідчить про наявність значних переваг від такої взаємодії, адже інституційні інвестори можуть виступати в якості своєрідної протизваги домінуючому банківському сектору, створюючи умови для конкуренції і подальшого розвитку фінансової системи, стимулювання фінансових інновацій та прозорості фінансових ринків, забезпечення якісного корпоративного управління. Ці зміни можуть значно перевищувати ефект від звичайного зростання кількісних показників банківського сектору і фондового ринку, які спостерігаються за останні роки. Хоча зрозуміло, що реалізація подібних змін займає багато часу і не може бути здійснена за

короткий термін. Розглянемо детальніше на історичних прикладах ті позитивні зрушення, які спостерігаються, при зростанні ролі інституційних інвесторів на фінансових ринках в цілому та фондовому ринку зокрема.

Одна з найбільших переваг від діяльності інституційних інвесторів полягає у підвищенні конкуренції на фінансових ринках.

Поява нових джерел фінансування, що може бути викликана приходом іноземних банків на внутрішній ринок, вільним доступом вітчизняних суб'єктів на світові ринки капіталу або активізацією діяльності інституційних інвесторів чи інших небанківських фінансових посередників (наприклад, лізингових і факторингових компаній), змушує банківські установи, що домінують на місцевому фінансовому ринку, бути більш конкурентоспроможними, реалізовувати заходи із самостійного пошуку клієнтів, ніж чекати, поки ті самі звернуться за послугами. Подібні зрушення відбулися у США на рубежі 40-50-х років ХХ століття, а протягом наступних 10 років були повторені спочатку іншими англосаксонськими країнами, а згодом і більшістю розвинених країн.

У США цей процес стимулювався не тільки підвищенням значення інституційних інвесторів, але й значними змінами в інвестиційній політиці лайфових страхових компаній, на які припадала суттєва частина активів фінансового сектору США (від 11 % у 1900 р. до 25 % у 1940 р. [104]). Страхові компанії зменшили питому вагу державних цінних паперів у своєму портфелі і збільшили частку корпоративних облігацій через приватне розміщення. Це призвело не тільки до появи нового джерела фінансування корпорацій, зменшення вартості розміщення цінних паперів шляхом відкритої передплати, але й створило конкурентне середовище для банківських кредитів.

Інституційні інвестори можуть впливати на попит на інструменти ринку капіталів. Це реалізується через збільшення загальної пропозиції заощаджень, через вплив на розподіл особистих заощаджень громадян між банківськими депозитами і цінними паперами, через портфельні пріоритети інституціонального сектору.

Хоча збільшення пропозиції заощаджень більшість авторів вважають достатньо дискусійним питанням, тим не менш вони сходяться до думки, що вплив інституційних інвесторів призводить до збільшення пропозиції довгострокових фондів грошових коштів та до зменшення частки банківських депозитів. Загальна пропозиція заощаджень, як правило, залишається на приблизно однаковому рівні або змінюється несуттєво в короткостроковому періоді.

Домогосподарства намагаються тримати більшу частину своїх заощаджень у ліквідній формі на відміну від інституційних інвесторів. Це пояснюється відносною короткостроковістю їх часового горизонту, у той час як інституційні інвестори (особливо пенсійні фонди та страхові компанії) мають довгострокові зобов'язання, через що вони намагаються здійснювати вкладення в довгострокові активи (акції, нерухомість), що можуть забезпечити достатньо високу дохідність. Окрім цього, інституційні інвестори, маючи в розпорядженні значні фонди грошових коштів, можуть створювати диверсифіковані портфелі, зменшуючи їхній загальний ризик, що обумовлено низькою кореляцією зміни дохідності між різними активами. Тому попит на інструменти ринку капіталів з боку інституційних інвесторів проявляється через пошук оптимального співвідношення дохідність/ризик сформованого портфеля інвестицій, беручи додатково до уваги природу власних зобов'язань, податкових норм та особливостей державного регулювання їхньої діяльності.

Також існує думка, що збільшення пропозиції довгострокових фінансових інструментів багато в чому викликане зростанням активів пенсійних фондів та появою можливості у домогосподарств здійснювати інвестиції в цінні папери. Це призводить до вирівнювання дохідності між акціями та облігаціями і навіть робить емісію акцій більш дешевою в порівнянні з облігаціями.

Розвиток інституційних інвесторів також сприяв появі конкурсних торгів на розміщення випусків корпоративних цінних паперів. Якщо до цього інвестиційні банки за рахунок створення синдикатів не дозволяли іншим учасникам ринку виходити в цей сектор, і навіть дії регулятора не змогли суттєво змінити це становище, то поява інституційних інвесторів зі значними обсягами фінансових ресурсів змінили ситуацію на початку 1970-х років. Корпорації почали реалізовувати свої цінні папери безпосередньо цій новій групі фінансових посередників або проводити розміщення на основі голландського аукціону, стимулюючи появу конкуренції серед андеррайтерських синдикатів.

У 1980-90 рр. доступні кошти інституційних інвесторів стимулювали розміщення високодохідних цінних паперів, зростання венчурних фондів і фондів прямих інвестицій, що розширило можливості з фінансування суб'єктів малого та середнього бізнесу. Це збільшило конкуренцію на фінансових ринках і призвело до їх реструктуризації в зазначений період. Поява нових фінансових інструментів на фондовому ринку також була можлива саме через присутність інституційних інвесторів.

Ще однією суттєвою перевагою від *розвитку цих фінансових посередників стало зменшення витрат на розміщення нових цінних паперів та проведення торгів на вторинному фондовому ринку*. Значно зменшилися спреди на розміщення цінних паперів корпораціями, що повністю викупувалися інституційними інвесторами. А купівля цінних паперів на вторинному ринку великими лотами призвела до падіння торгових комісій на 40 % (після відміни їх мінімального рівня). Аналогічні результати були досягнені пізніше і в інших розвинених країнах.

Упровадження значних фінансових інновацій у 1970-х роках не в останню чергу обумовлено розвитком інституційних інвесторів. Саме вони (зокрема, пенсійні фонди) стали фактором зростання попиту на довгострокові цінні папери з фіксованими купонними ставками, облігації з нульовим купоном та іпотечні цінні папери. Імунізаційні стратегії (тобто такі, що дозволяють захиститися від змін відсоткових ставок) інституційних інвесторів сприяли використанню похідних фінансових інструментів (зокрема, індексних опціонів та ф'ючерсних контрактів). Перший індексний взаємний фонд був створений саме для пенсійних фондів у 1971 р. як відповідь на те, що стратегії активного управління портфелем інвестицій неспроможні дати вищу дохідність, ніж пасивне інвестування у фондові індекси. Після цього з'явилися індексні фонди облігацій, акцій малих та середніх компаній, акцій нерезидентів тощо.

Фінансові інновації в країнах, що розвиваються, були пов'язані з реалізацією пенсійних реформ і дали швидкі результати при впровадженні систем недержавного пенсійного забезпечення. Показовим у цьому плані є приклад Чилі. Пенсійна реформа 1981 р. у цій країні сприяла значному розвитку ринку іпотечних цінних паперів та ринку корпоративних облігацій, які за своїми обсягами у 1993 р. становили 9 % та 4 % ВВП, а державні облігації та цінні папери центрального банку – 28 % ВВП. Пенсійні фонди і страхові компанії тримали 95 % усіх обсягів емісії цих видів цінних паперів.

В Аргентині реформа пенсійної системи 1994 р. дозволила пенсійним фондам застосовувати синтетичні фінансові інструменти, які були більш привабливими з точки зору співвідношення дохідність/ризик, ніж банківські депозити та ліквідні цінні папери, що обертаються на організованому фондовому ринку. Хоча ціну таких продуктів було достатньо важко визначити, тим не менш вони суттєво обмежували ризик збитків, дозволяючи отримувати переваги від зростання індексів. Також пенсійні фонди Аргентини інвестували

в сек'юритизовані цінні папери, в основі яких була заборгованість по кредитних картках і дебіторська заборгованість.

Вимоги регуляторів окремих країн щодо наявності в портфелях інституційних інвесторів інструментів із фіксованим періодом обертання стимулювало появу таких цінних паперів, як облігації з нульовим купоном, забезпечені іпотечні облігації, роздільні державні облігації (striped bonds) тощо.

Важливі зрушення, які мають місце з *розвитком інституційних інвесторів, пов'язані з необхідністю захисту дрібних акціонерів від маніпуляцій з боку великих акціонерів*. Ці фінансові посередники, проводячи операції з формування портфелів цінних паперів, є власниками акцій багатьох компаній, а отже, захист інвесторів, заборона інсайдерської торгівлі, рішення про поглинання компаній, зміни в керівництві корпорації, оцінку активів, проведення нових емісій цінних паперів, розкриття результатів аудиторських перевірок корпоративної звітності мають прийматися в тому числі з урахуванням інтересів міноритаріїв. При цьому світова практика свідчить, що права дрібних акціонерів захищені краще в тих країнах, де інституційні інвестори є власниками незначних пакетів акцій компаній, ніж у тих, де інституційні інвестори взагалі нерозвинені або де вони є власниками значної частки в корпорації. Таким чином, захист прав дрібних акціонерів може сприяти формуванню більш диверсифікованих портфелів акцій інституційних інвесторів і відповідно розвитку цього сектору фондового ринку.

Розвиток інституційних інвесторів є визначальним з точки зору покращення інфраструктури фондового ринку, пов'язаною з проведенням торгів цінними паперами. Ці покращення стосуються не тільки організації самих торгів, але й створенням установ, відповідальних за проведення клірингу і розрахунків, реєстрацію та облік прав власності на цінні папери, появу центральних депозитаріїв. Тому ці зміни призводять до формування ефективної системи торгів цінними паперами, що характеризується низькими транзакційними витратами, прозорістю торгів, їхньою високою ліквідністю, незначними коливанням цін на фінансові активи.

Хоча існують різні варіанти організації системи торгів, але інституційні інвестори можуть визначати розвиток таких систем, які найбільше відповідають їхнім потребам. Як зазначалося вище, застосування значних за розмірами лотів у процесі торгів призвело до відміни мінімальних комісій та реструктуризації фондових ринків у багатьох країнах. Завдяки інституційним інвесторам набули

розвитку надійні і високоефективні системи електронних торгів, які дозволили впоратися з постійно зростаючими обсягами торгів.

Вплив інституційних інвесторів на ліквідність торгів і фондового ринку в цілому залежить від їхньої інвестиційної політики та особливо від того, наскільки активно вони впливають на склад та структуру сформованих портфелів. Наприклад, новостворені недержавні пенсійні фонди, як правило, дотримуються стратегії мінімальних змін наявних портфелів цінних паперів, а будь-які можливі дисбаланси можуть бути усунені шляхом перенаправлення нових потоків залучених фінансових ресурсів без значних змін у самому портфелі. Обмеженість у виборі прийнятних для інвестування цінних паперів також є причиною цієї стратегії, що характерно для нерозвинених ринків. Тому активність інституційних інвесторів буде залежати від рівня розвитку фондового ринку в цілому.

Зацікавленість інституційних інвесторів у високій ліквідності торгів є надзвичайною через необхідність здійснювати операції зі значними обсягами пакетів цінних паперів без суттєвих змін у цінах та мінімальних транзакційних витратах. Тому інфраструктура фондового ринку повинна задовольняти ці вимоги, а самі ринки стають достатньо складними за своєю побудовою і високоліквідними за операціями, які на них можна проводити. Самі інституційні інвестори, здійснюючи активну політику в управлінні інвестиційними портфелями і проводячи арбітражні операції, створюють додаткову ліквідність на фондовому ринку. Завдяки цьому інші учасники ринку можуть отримувати переваги від власних операцій на ринку цінних паперів, що призведе до подальшого зниження транзакційних витрат і, у свою чергу, буде сприяти поступовому зменшенню вартості капіталу.

Роль інституційних інвесторів у корпоративному управлінні зростає по мірі збільшення їх впливу як акціонерів. Але до того часу, поки їхня питома вага в акціонерному капіталі компаній є незначною і вплив на загальну ринкову капіталізацію фондового ринку є несуттєвим, інституційні інвестори можуть використовувати лише пасивний підхід до корпоративного управління. Вони вимушені або приймати рішення більшості акціонерів, або продати свою частку акцій у випадку незгоди без суттєвих втрат у ринковій вартості цінних паперів.

Але по мірі збільшення впливу на фондовий ринок і зростання участі в акціонерному капіталі інституційні інвестори стають домінуючими власниками акцій багатьох корпорацій. У цьому випадку вони можуть безпосередньо впливати на стратегічні рішення

в розвитку компаній, а вихід із числа акціонерів (у випадку незадовільних результатів роботи компанії) вже не може бути здійснений без втрат і без суттєвого впливу на ціну акцій на фондовому ринку. До того ж поширення стратегій пасивного управління портфелем інвестицій серед інституційних інвесторів ще більше обмежує можливості щодо виходу з числа акціонерів компанії, призводить до необхідності брати активну участь у моніторингу ефективності управління корпораціями та підвищувати вимоги і відповідальність топ-менеджерів компаній за свої дії.

Зіткнувшись із ситуацією, коли певні компанії постійно показують незадовільні результати, інституційні інвестори, зокрема у США, збільшили тиск на них через публічну критику необґрунтованих планів розширення бізнесу, завищених управлінських компенсацій, зростання контролю з боку менеджерів компанії за рахунок акціонерів. Подібна тактика дозволила мобілізувати дрібних незадоволених акціонерів та прийняти необхідні регулюючі заходи з боку держави, які забороняють зазначені вище порушення і зловживання.

Ще одним дієвим механізмом було створення об'єднань інституційних інвесторів, які б захищали їхні власні інтереси від подібних практик з боку менеджменту корпорацій. Наприклад, the Council of Institutional Investors у США регулярно публікує список із 50 компаній з найгіршими показниками діяльності, створюючи таким чином тиск на їх менеджмент без необхідності проведення активних дій із залученням дрібних акціонерів чи інституційних інвесторів або створення їм загрози у випадку прийняття топ-менеджментом корпорацій контрзаходів. Окрім цього, такі об'єднання виступають з ініціативами покращення корпоративного управління, посилення відповідальності топ-менеджерів за результати їх роботи, упровадження норм корпоративного управління, які стосуються відокремлення функцій голови правління і виконавчого директора компанії, призначення невиконавчих директорів в компанії, розмір яких перевищує певну межу, обрання незалежних зовнішніх директорів, кумулятивне голосування на виборах правління, використання закритого голосування на засіданнях правління компанії, розширення ролі комітету ради директорів, незалежність виконавчих директорів, розкриття та обґрунтування сум управлінських компенсацій тощо.

Вважається, що серед усіх цих заходів найбільш дієвим є кумулятивне голосування, яке дозволяє акціонерам-інституційним інвесторам обирати директорів, дійсно незалежних від корпоративних менеджерів і таким чином забезпечувати захист інтересів акціонерів. Також важливу роль відіграють невиконавчі директори, повноваження

яких дозволяють обирати і призначати топ-менеджерів, мати право вето на виплату грошових компенсацій управлінцям (особливо в тих випадках, коли ці компенсації не відповідають досягнутим результатам компанії), приймати стратегічні плани розвитку компанії, оцінювати наслідки приєднань/поглинань з точки зору захисту прав акціонерів.

Розвиток фондових ринків і зростання інституційних інвесторів вимагає впровадження заходів з ефективного регулювання їхньої діяльності. Більшість країн, що розвиваються, не мають дієвих механізмів державного впливу, хоча й приймають законодавчо-нормативні акти, які повторюють аналогічні закони розвинених країн. Головна проблема при цьому стосується нестачі досвіду у персоналу регуляторів, недостатня послідовність у виконанні норм, існуючих у законодавстві, наявність поступок для порушників встановлених норм і правил.

Подолання цих проблем (і інших, які можуть виникнути в майбутньому) можливе, якщо врахувати наступне. По-перше, поступове збільшення активів інституційних інвесторів дає час на проведення інтенсивної підготовки персоналу регуляторів, для впровадження більш складних систем регулювання їхньої діяльності по мірі того, як розвиваються ці фінансові посередники, а фондові ринки еволюціонують і стають більш складними. По-друге, ураховуючи відсутність історичного досвіду в існуванні інституційних інвесторів у конкретній країні, можна одразу впровадити досить жорсткі норми державного регулювання, які по мірі розвитку нових фінансових інструментів поступово пом'якшувати. По-третє, при відкритті внутрішніх ринків для операцій іноземних інституційних інвесторів знижується важливість жорсткого регулювання і надзору, адже такі інвестори вже мають необхідні фінансові ресурси, досвід роботи, високі стандарти і репутацію, тому їхня присутність буде сприяти активному розвитку локальних фондових ринків і системи інституційних інвесторів.

Один із найбільш суперечливих кроків, який найчастіше здійснюють регулятори країн, що розвиваються, – це обмеження на портфель активів, що можуть формувати інституційні інвестори, особливо заборона або жорсткі ліміти на закордонні активи. Регулятори повинні навпаки сприяти максимальній диверсифікації активів, особливо коли йдеться про страхові компанії та пенсійні фонди. У короткостроковій перспективі введення обмежень на інвестиції може бути виправдано, адже загальний обсяг активів в інституційних інвесторів незначний, а досвід управління активами ще не накопичено. Хоча і вважається, що на початкових стадіях розвитку цих фінансових посередників вони будуть віддавати

перевагу фінансовим активам своєї країни. У довгостроковій перспективі регуляторна політика повинна бути спрямована на встановлення більш ліберальних вимог до напрямів інвестування активів з метою найкращого задоволення інтересів інвесторів та захисту їх інвестицій.

Ще один принциповий момент полягає у *впливі інституційних інвесторів на розвиток інших фінансових посередників, зокрема, банківських установ, якщо вони входять до однієї фінансової групи*. Логічно припустити, що управлінці активів, які належать одній фінансовій групі з комерційним банком, не будуть діяти на протизавагу їм, а отже, загальна політика фінансової групи має бути спрямована на досягнення спільних цілей і відстоювання спільних інтересів без нанесення шкоди конкурентним позиціям установ-членів групи. Однак практичний досвід свідчить про те, що інституційні інвестори, які пропонують нові продукти і послуги клієнтам, послаблюють роль і значення комерційних банків. Це може бути пов'язано з різними цілями та обмеженнями діяльності, з якими стикаються інституційні інвестори, або різницею у відносній важливості банків та інституційних інвесторів у самій фінансовій групі. Також це може бути пояснено взаємодоповнюючим характером банківських і небанківських фінансових послуг, що призводить до отримання взаємної вигоди як банками, так і інституційними інвесторами від розробки нових фінансових продуктів і послуг.

Поява нових можливостей інвестування і здійснення активних операцій на фондовому ринку з боку значної кількості учасників були забезпечені *появою і подальшим розвитком засобів комунікації та інформаційних технологій*. На фондовому ринку з'явилися нові системи клірингу та розрахунків, які забезпечили більшу надійність і ефективність виконання зобов'язань між контрагентами. Окрім цього, на фінансовому ринку почали використовувати складні фінансові продукти для ризик-менеджменту, що збільшило ємкість ринку, привернуло увагу його учасників, у тому числі інституційних інвесторів, до нових можливостей проведення активних операцій. Це, у свою чергу, дало поштовх для зростання обсягів операцій, покращило ліквідність та швидкість обертання активів.

Інтеграційні процеси у фінансовій сфері також мають свій вплив на інституційних інвесторів і фондовий ринок. Зокрема, завдяки цьому інституційні інвестори мають можливість диверсифікувати свої інвестиційні портфелі за рахунок інструментів міжнародного ринку капіталів, а національні фондові ринки інтегруються між собою у структури міжнародного масштабу. Цей динамічний

двосторонній процес, в якому експансія інституціонального сектору стимулює фінансову інтеграцію, а фінансова інтеграція одночасно має значний ефект на інвестиційну поведінку фінансових посередників.

2.2. Емпіричне дослідження причинних зв'язків у розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку України

Суттєві зрушення в розвитку інституційних інвесторів за останні роки і висока динаміка показників, які пов'язані з розвитком фондового ринку, потребують пошуку причинних зв'язків між ними. Головною метою цього дослідження є пошук відповіді на питання, чи призводить розвиток інституційних інвесторів до розвитку фондового ринку. І навпаки, чи розвиток фондового ринку визначає розвиток інституційних інвесторів.

Важливість розвитку фондового ринку України підкреслювалася багатьма дослідниками в останні роки. Існують розробки окремих зарубіжних вчених як теоретичного, так і практичного характеру, які стверджують, що від розвитку інституційних інвесторів багато в чому залежить і розвиток фондового ринку. Це проявляється в тих функціях, що виконують дані фінансові посередники, а саме проведення клірингу та розрахунків за укладеними угодами, акумуляція вільних грошових коштів, трансфер фінансових ресурсів, формування фондів грошових коштів, управління і контроль за ризиками, стимулювання притоку капіталу, впровадження фінансових інновацій, використання інформації щодо змін на ціни фінансових активів тощо. Ці функції призводять до підвищення ліквідності і капіталізації фондового ринку, зменшення цінової волатильності, більш ефективного ціноутворення на фінансові активи, інтеграції зі світовими фондовими ринками, покращення інших індикаторів їх розвитку.

У свою чергу розвиток фондового ринку призводить до диверсифікації фінансових інструментів, більшій фінансовій стабільності та вищій ефективності операцій, які проводяться на ньому. Це, у свою чергу, проявляється у зростанні попиту на послуги з ризик-менеджменту, фінансові інновації, управління портфелями цінних паперів та інші послуги інституційних інвесторів (див. рис. 2.1).

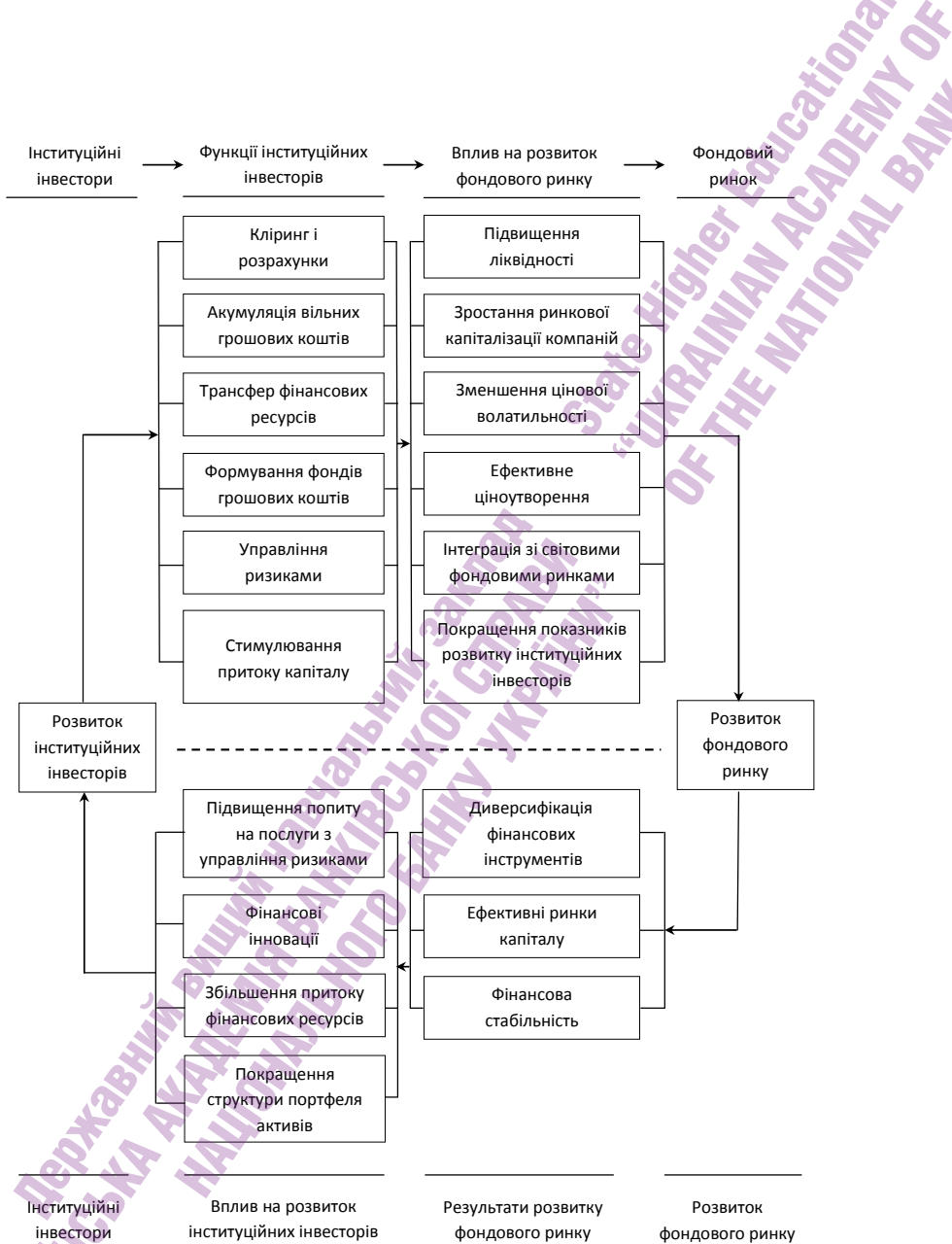


Рис. 2.1. Причинні зв'язки розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку

У роботі Д. Віттаса стверджується, що інституційні інвестори можуть підтримувати розвиток фондового ринку на його ранніх стадіях, у той час як саме фондовий ринок впливає на розвиток інституційних інвесторів на більш пізніх стадіях своєї еволюції [144].

Вибір показників, які можуть виступити в якості індикаторів розвитку фондового ринку, є досить складним завданням, адже такі показники повинні одночасно відображати ліквідність, обсяги торгів, інформаційну ефективність, ступінь концентрації, волатильність, нормативну та інституційну розвиненість фондового ринку. Ми будемо використовувати 2 основні показники: капіталізація фондового ринку та його ліквідність (яка може бути представлена як обсяг торгів на фондовому ринку). Як показали А. Деміргук-Кунт та Р. Левайн [81], ці індикатори дають достатньо репрезентативні результати, адже мають сильну кореляцію з іншими показниками розвитку фондового ринку.

Що стосується показників розвитку інституційних інвесторів, то в якості основних індикаторів візьмемо активи інституційних інвесторів, їх вкладення в цінні папери, а також ключові показники, що визначають діяльність окремих інституційних інвесторів. Зокрема, для страхових компаній таким показником є розмір зібраних страхових платежів (безпосередньо впливають на обсяги коштів, які можуть бути інвестовані страховиками при здійсненні операцій з фінансовими активами).

Головною проблемою більшості показників є відсутність статистичних даних за різними індикаторами розвитку інституційних інвесторів у щоквартальному та щомісячному розрізі. Це є досить важливим, адже фондовий ринок є чутливим до будь-яких змін, а отже, чим меншими будуть часові інтервали між даними, тим краще. Окрім цього, вплив різних за видами інституційних інвесторів суттєво відрізняється, беручи до уваги хоча б обсяги їх операцій з цінними паперами. Наприклад, як було показано в попередніх розділах, вплив ролі банків на фондовому ринку (принаймні в контексті обсягів вкладень у цінні папери) є значно більшим, ніж сумарно за всіма іншими інституційними інвесторами. Тому недержавні пенсійні фонди, які розпоряджаються активами на суму 1,3 млрд. грн. (на кінець 2011 р.), не можуть мати суттєве значення, тому отримані результати слід інтерпретувати, беручи до уваги цей факт.

Таким чином, нами буде проведено окреме дослідження показників, статистичні дані за якими існують у щомісячному розрізі за період 2009-2011 рр. Це вартість чистих активів ІСІ в розрізі їх видів (крім венчурних), обсяги вкладень банків у цінні папери, капіталізація фондового ринку (на прикладі відповідного показника

Української біржі) та обсяги біржових контрактів на організаторах торгівлі.

Показники у щоквартальному розрізі існують у значно більшій кількості, тому можна до вищезазначених індикаторів у щомісячному розрізі додати вартість активів страхових компаній (у тому числі обсяг активів згідно зі ст. 31 Закону України «Про страхування»), зібрані страхові платежі, обсяг активів недержавних пенсійних фондів, обсяг вкладень у цінні папери інституційних інвесторів сумарно та в розрізі їх видів. Також слід взяти до уваги показники емісії акцій, цінних паперів ІСІ, облігацій внутрішньої державної позики в обігу за сумою основного боргу.

Для того, щоб визначити наявність між показниками розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку, обрано тест Грейнджера на причинність. Даний тест використовує два регресних рівняння, в яких замінюються незалежні і залежні змінні.

У загальному вигляді для того, щоб визначити, чи є змінна x причиною змінної y , необхідно з'ясувати, яку частину дисперсії поточного значення змінної y можна пояснити минулими значеннями самої змінної y , і чи може додавання минулих значень змінної x покращити це пояснення. Змінну x називають причиною y , якщо x допомагає у передбаченні y з точки зору зменшення дисперсії. У контексті векторної авторегресії змінна x буде причиною y , якщо коефіцієнти при лагах x статистично значущі. Може спостерігатися і двосторонній причинний зв'язок, коли x є причиною y , і y є причиною x .

Причинність за Грейнджером для двох змінних має наступний вигляд:

$$x_t = \sum_{j=1}^p a_j x_{t-j} + \sum_{j=1}^p b_j y_{t-j} + v_t \quad (2.1),$$

$$y_t = \sum_{j=1}^p c_j x_{t-j} + \sum_{j=1}^p d_j y_{t-j} + w_t \quad (2.2).$$

Відсутність причинного зв'язку від x до y означає, що $c_j = 0$ при $j = 1, \dots, p$, тобто що минулі значення x не впливають на y . Відсутність причинного зв'язку від y до x означає, що $b_j = 0$ при $j = 1, \dots, p$. Гіпотезу про наявність причинного зв'язку можна перевірити

за допомогою F -статистики. Нульова гіпотеза полягає в тому, що одна змінна не є причиною за Грейнджером для іншої змінної. Тривалість лагу слід обирати таким чином, щоб отримані результати допомагали в прогнозуванні.

Спочатку розглянемо, які існують причинні зв'язки між показниками, статистичні дані за якими доступні у щомісячному розрізі. Для порівняння візьмемо значення за період із жовтня 2009 р. по грудень 2010 р. капіталізації фондового ринку (КАП ФР) та обсягу біржових контрактів (КОНТ), які будуть характеризувати розвиток фондового ринку, та вартості чистих активів ІСІ (А ІСІ) і обсягу вкладень банків у цінні папери (ЦП Б), які будуть характеризувати розвиток інституційних інвесторів. Відзначимо, що між цими показниками майже не існує тісного кореляційного зв'язку (окрім пари обсяги виконаних біржових контрактів та обсяг вкладень банків у цінні папери, для якої коефіцієнт кореляції дорівнює 0,84), тобто їх зміна в конкретний момент часу здійснюється незалежно.

Результати проведеного тестування зі значеннями часових лагів і значень F -статистики (F -СТАТ) для них наведені в таблиці 2.2. Дані отримані за допомогою програмного пакету економетричного аналізу EViews 7 із проведенням Granger Causality Test.

Таблиця 2.2. Результати тесту Грейджера на причинність між показниками розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів у щомісячному розрізі за період жовтень 2009 р. – грудень 2011 р.

Часовий лаг (місяців)	Показники								F-СТАТ
	А ІСІ - КАП ФР	КАП ФР - А ІСІ	ЦП Б - КАП ФР	КАП ФР - ЦП Б	КОНТ - А ІСІ	А ІСІ - КОНТ	КОНТ - ЦП Б	ЦП Б - КОНТ	
1	0,688	0,366	2,951	0,684	0,257	2,494	0,108	18,970	1,94
2	0,837	0,544	2,357	0,210	0,383	2,197	0,068	10,228	1,96
3	0,522	0,620	2,340	0,031	0,298	2,614	0,566	4,065	1,98
4	0,441	0,570	2,574	0,269	0,365	2,742	1,149	1,764	2,00
5	0,383	0,923	3,264	0,584	1,634	1,939	0,988	1,264	2,03
6	0,255	2,138	1,356	0,345	1,559	3,150	0,522	1,057	2,08
7	0,991	3,942	0,489	0,277	1,079	2,780	2,732	1,793	2,12
8	1,735	9,560	0,567	0,223	2,842	1,838	1,334	0,911	2,16

Підсумки розрахунків свідчать, що відсутній або практично відсутній причинний зв'язок між впливом обсягів активів ІСІ на капіталізацію фондового ринку, капіталізації фондового ринку на обсяги вкладень банків у цінні папери, обсягів виконаних біржових

контрактів на активи ІСІ (вплив зафіксовано лише в часовому лазі 8 місяців) та обсягів виконаних біржових контрактів на обсяги вкладень банків у цінні папери (вплив зафіксовано лише в часовому лазі 7 місяців). З іншого боку, спостерігається суттєвий вплив капіталізації фондового ринку на обсяги активів ІСІ, починаючи із часового лагу 6 місяців і до 8 місяців зі збільшенням такого впливу на 8-ми місячному інтервалі. Обсяг вкладень банків у цінні папери впливає на капіталізацію фондового ринку на проміжках 1-5 місяців. Обсяг активів ІСІ впливає на обсяги виконаних біржових контрактів майже на всьому проміжку часових інтервалів (крім 5 та 8 місяців, хоча і в ці інтервали отримані значення F -статистики досить близькі до критичних). Обсяги вкладень банків у цінні папери суттєво впливають на обсяги виконаних біржових контрактів на інтервалах 1-3 місяці з поступовим зменшенням цього впливу.

Таким чином, із чотирьох пар, в яких наявні причинні зв'язки на інституційних інвесторів як джерело впливу на фондовий ринок, припадає три пари, а отже, уже на цьому етапі підтверджується висновок Д. Віттаса про підтримку саме інституційними інвесторами динаміки показників фондового ринку на його ранній стадії розвитку. Це цілком відповідає ситуації, що склалася в Україні, фондовий ринок якої, не дивлячись на формально 20-ти-річну історію існування, не набув достатнього розвитку. Саме тому активність інституційних інвесторів є визначальним фактором, який може змінити ситуацію і стати визначальним у нарощуванні показників фондового ринку.

Далі розглянемо показники, які доступні у щоквартальному розрізі і є агрегованими з точки розу розвитку інституційних інвесторів та фондового ринку. Це капіталізація фондового ринку (КАП ФР), обсяг виконаних біржових контрактів (КОНТ), вкладення інституційних інвесторів у цінні папери (включаючи банки) (ІІ ЦП) та обсяг їхніх активів (за виключенням банків) (ІІ А). Період для дослідження обмежено 2009-2011 рр. через те, що дані щодо капіталізації фондового ринку доступні лише за цей часовий інтервал. Таким чином, загальна кількість даних за кожним показником обмежена 12 значеннями.

Результати проведеного тестування отримані аналогічно до попереднього тестування зі значеннями часових лагів та значень F -статистики (F -СТАТ) для них і наведені в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3. Результати тесту Грейджера на причинність між показниками розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів у щоквартальному розрізі за період 2009-2011 рр.

Часовий лаг (кварталів)	Показники								F-STAT
	II A - КАП ФР	КАП ФР - II A	II ЦП - КАП ФР	КАП ФР - II ЦП	КОНТ - II A	II A - КОНТ	КОНТ - II ЦП	II ЦП - КОНТ	
1	0,035	0,001	0,069	1,047	0,169	3,770	1,847	3,771	2,85
2	0,063	0,379	0,210	0,954	0,468	2,852	1,478	3,357	2,98
3	0,129	0,069	0,381	0,113	0,021	0,958	0,058	1,464	3,18

У даному випадку прослідковується лише причинний зв'язок між обсягом активів інституційних інвесторів та обсягом виконаних біржових контрактів із часовим лагом 1 квартал, а також вплив обсягу вкладень у цінні папери інституційних інвесторів на обсяги виконаних біржових контрактів із часовим лагом 1 і 2 квартали. Затримка у 3 квартали вже не дає вагомих результатів, і причинного зв'язку між показниками не спостерігається.

Порівнюючи отримані квартальні результати з місячними, можна стверджувати, що динамічний характер розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів дає кращі результати на менших часових періодах, що обумовлено високою чутливістю фондового ринку до навіть незначних змін в економічній кон'юктурі та ситуації на фінансових ринках. Відзначимо у тому числі і той факт, що менша кількість даних також вплинула на отримані результати. Цей недолік подолати неможливо, адже він пов'язаний з об'єктивною ситуацією – відсутністю статистичних даних за значний період. Отже, подальше накопичення інформації про діяльність інституційних інвесторів і фондового ринку дасть можливість оцінити їхній взаємний вплив та наявність причинних зв'язків у розвитку більш об'єктивно.

Далі розглянемо, яким чином проявляються причинні зв'язки між окремими показниками розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів, які не були розглянуті вище. Зокрема, необхідно дослідити, чи існує зв'язок між обсягами активів інституційних інвесторів та емісією цінних паперів. Це важливе з точки зору не тільки наявності можливостей щодо розміщення залучених коштів інституційними інвесторами в цінні папери, а й з позиції бажання інших суб'єктів господарювання емітувати цінні папери з метою залучення додаткового капіталу та фінансування власної діяльності. Фактично йдеться про пошук відповіді на питання: на ринку цінних

паперів попит визначає пропозицію чи навпаки, і які саме інструменти та суб'єкти (у даному випадку інституційні інвестори) є рушійною силою цих процесів.

Для аналізу візьмемо показники емісії акцій, облігацій, цінних паперів ICI, обсягу державних цінних паперів в обігу, обсягу торгів цінними паперами, вкладення банків у цінні папери, обсяги активів ICI, НПФ та страхових компаній за період 2007-2011 рр. у щоквартальному розрізі (загальна кількість даних по кожному показнику дорівнює 20). Тест Грейджера на причинність проведемо для часових лагів від 1 до 4 кварталів.

Результати тестування щодо вкладень банків у цінні папери наведено в таблиці 2.4.

Таблиця 2.4. Результати тесту Грейджера на причинність між вкладеннями банків у цінні папери та окремими показниками розвитку фондового ринку України, 2007-2011 рр.

№ з/п	Пари показників	Часовий лаг (кварталів)			
		1	2	3	4
1	Облігації - Вкладення банків у цінні папери	2,862	1,449	1,051	0,740
	Вкладення банків у цінні папери - Облігації	0,070	0,166	0,202	9,837
2	Акції - Вкладення банків у цінні папери	0,748	0,666	0,588	1,241
	Вкладення банків у цінні папери - Акції	0,182	0,120	2,853	1,578
3	Державні облігації - Вкладення банків у цінні папери	6,105	6,122	3,574	4,074
	Вкладення банків у цінні папери - Державні облігації	1,292	1,800	0,306	1,120
4	Обсяги торгів цінними паперами - Вкладення банків у цінні папери	2,886	1,883	1,188	0,796
	Вкладення банків у цінні папери - Обсяги торгів цінними паперами	8,382	10,137	9,162	73,113
5	Інвестиційні сертифікати ICI - Вкладення банків у цінні папери	1,064	0,914	0,853	0,722
	Вкладення банків у цінні папери - Інвестиційні сертифікати ICI	1,667	14,141	11,070	10,435
6	Акції ICI - Вкладення банків у цінні папери	0,011	0,823	0,404	0,261
	Вкладення банків у цінні папери - Акції ICI	0,150	0,133	0,028	1,075
7	Критичне значення F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Банки України мають найбільші вкладення в цінні папери серед інших інституційних інвесторів. Тому очевидним є той факт, що і вплив цих установ на показники фондового ринку має бути суттєвим. Проведене тестування показує, що вкладення банків у цінні папери фактично визначають обсяги торгів ними на всьому проміжку часових лагів, які розглядалися. Критичні значення F-

статистики перевищені у кілька разів за цією парою показників. Відзначимо, що на часовому лазі в 1 квартал спостерігається взаємозворотний причинний зв'язок між обсягами торгів цінними паперами та вкладеннями банків у цінні папери.

Також спостерігається і причинний зв'язок між вкладеннями банків у цінні папери та емісією інвестиційних сертифікатів ІСІ на часових лагах 2-4 квартали. Це пояснюється тим, що самі банки здійснюють інвестиції в інвестиційні сертифікати ІСІ, а отже наявність попиту спонукає останніх випускати більшу їх кількість.

Окрім цього, банки визначають і обсяги емісії облигацій із часовим лагом 1 квартал та акцій із часовим лагом 3 квартали. Але найбільш цікавим є той факт, що обсяги державних облигацій в обігу напряму впливають на обсяги вкладень банків у цінні папери на всіх розмірах часових лагів, що розглядаються. Вочевидь, це свідчить про підвищену цікавість до даних цінних паперів з боку банків, що підтверджується офіційною статистикою НБУ про обсяги вкладень банків у різні види цінних паперів: на цінні папери центральних органів державного управління в останні роки припадало від 50 % до 80 % усіх вкладень банків у цінні папери.

Далі розглянемо результати тестування активів інститутів спільного інвестування щодо показників фондового ринку, які наведено в таблиці 2.5.

Таблиця 2.5. Результати тесту Грейджера на причинність між активами інститутів спільного інвестування та окремими показниками розвитку фондового ринку України, 2007-2011 рр.

№ з/п	Пари показників	Часовий лаг (кварталів)			
		1	2	3	4
1	Облігації - Активи ІСІ	1,678	0,891	2,075	1,016
	Активи ІСІ - Облігації	0,118	0,018	0,031	1,321
2	Акції - Активи ІСІ	1,124	0,255	0,134	0,850
	Активи ІСІ - Акції	0,010	0,261	0,640	1,055
3	Державні облигації - Активи ІСІ	3,117	2,688	4,144	2,979
	Активи ІСІ - Державні облигації	4,262	1,392	1,493	2,257
4	Обсяги торгів цінними паперами – Активи ІСІ	0,817	0,568	0,350	0,202
	Активи ІСІ - Обсяги торгів цінними паперами	4,996	3,342	1,673	1,355
5	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Активи ІСІ	2,073	1,163	2,488	1,312
	Активи ІСІ - Інвестиційні сертифікати ІСІ	1,776	0,718	0,619	0,332
6	Акції ІСІ - Активи ІСІ	0,000	0,913	0,426	0,315
	Активи ІСІ - Акції ІСІ	0,182	0,007	0,408	0,706
7	Критичне значення F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Ураховуючи той факт, що обсяги вкладень ІСІ в цінні папери поступаються обсягам відповідних операцій банків, можна припустити, що і причинні зв'язки будуть слабкішими, що й підтверджується розрахунками. Так само як і з банками, активи ІСІ зазнають вплив з боку обсягів державних облігацій в обігу на всіх часових лагах. При цьому спостерігається і зворотній зв'язок на інтервалі в 1 квартал, а саме вплив активів ІСІ на державні облігації. Це також може бути пояснено поступовим збільшенням питомої ваги цих цінних паперів у загальному інвестиційному портфелі ІСІ.

Ще одним важливим результатом є вплив активів ІСІ на обсяги торгів цінними паперами. І хоча він не такий значний і не такий тривалий (лише на часовому лазі 1 і 2 квартали), як у випадку з банками, тим не менш ці інституційні інвестори також мають суттєвий вплив на один із ключових показників розвитку фондового ринку.

Дещо несподіваними виявилися результати відсутності причинних зв'язків між цінними паперами, які емітуються ІСІ (акціями ПФ та інвестиційними сертифікатами КІФ), та їхніми активами (окрім впливу обсягів емісії інвестиційних сертифікатів на активи ІСІ на часовому лазі 3 квартали). Беручи до уваги, що обсяги активів ІСІ формуються за рахунок залучених коштів у результаті емісії власних цінних паперів, має існувати відповідний зв'язок між ними. На практиці також відсутня навіть суттєва кореляція між активами ІСІ та обсягами емісії ними цінних паперів. Пояснити таке відхилення можна таким чином: загальна сума активів ІСІ сформована за рахунок усіх попередніх емісій, а поточні випуски власних цінних паперів можуть не залежати (і як показує практика – не залежать) від обсягу активів.

Страхові компанії, результати тестування активів яких наведено в таблиці 2.6, мають значно менший вплив на показники розвитку фондового ринку в порівнянні з іншими інституційними інвесторами. Критичні значення F-статистики при дослідженні причинних зв'язків були отримані для облігацій на часовому лазі 4 квартали, що пояснюється доволі високою питомою вагою цих цінних паперів в інвестиційному портфелі страховиків.

Окремо слід відзначити той факт, що обсяг активів страхових компаній має причинні зв'язки з обсягом державних облігацій в обігу на всіх часових інтервалах, крім 3-х кварталів. Ураховуючи ті обставини, що банки та ІСІ, які мають у розпорядженні більші за обсягами активи і більші вкладення в цінні папери (у тому числі державні), отримали результати, які свідчать про зворотний зв'язок,

можна припустити, що ці результати є збігом обставин, ніж реальною причиною змін в обсягах державних облігацій в обігу.

Таблиця 2.6. Результати тесту Грейджера на причинність між активами страхових компаній та окремими показниками розвитку фондового ринку України, 2007-2011 рр.

№ з/п	Пари показників	Часовий лаг (кварталів)			
		1	2	3	4
1	Облігації - Активи СК	0,004	0,718	0,467	2,785
	Активи СК - Облігації	1,700	0,830	0,488	0,657
2	Акції - Активи СК	0,643	0,921	0,482	0,826
	Активи СК - Акції	0,369	0,440	0,255	0,659
3	Державні облігації - Активи СК	0,615	0,380	1,350	1,077
	Активи СК - Державні облігації	7,131	5,033	1,609	3,608
4	Обсяги торгів цінними паперами - Активи СК	0,349	0,599	0,564	1,074
	Активи СК - Обсяги торгів цінними паперами	1,038	1,218	0,843	2,306
5	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Активи СК	0,185	1,375	0,855	0,904
	Активи СК - Інвестиційні сертифікати ІСІ	0,518	0,121	0,672	1,559
6	Акції ІСІ - Активи СК	0,489	0,955	0,536	0,391
	Активи СК - Акції ІСІ	0,053	0,055	0,150	0,213
7	Критичне значення F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Також існує вплив активів страховиків на обсяги торгів цінними паперами, але, на відміну від двох попередніх видів інституційних інвесторів, він проявляється лише з часовим лагом 4 квартали. Тим не менш, саме ця тенденція спостерігається щодо всіх інституційних інвесторів, адже результати тестування активів недержавних пенсійних фондів, які наведено в таблиці 2.7, також підтверджують це. При цьому відзначимо зворотний зв'язок, а саме вплив активів НПФ на обсяги торгів цінними паперами на часових лагах 1 і 2 квартали та вплив обсягів торгів на активи НПФ на всіх часових лагах, що розглядаються.

Так само, як і у випадку зі страховими компаніями, виявлено причинний зв'язок між обсягами активів НПФ та обсягом державних облігацій в обігу на всіх часових лагах, окрім 3-х кварталів. Беручи до уваги, що активи цих інституційних інвесторів ще менші, цей результат також можна вважати збігом подій. Аналогічно вплив активів НПФ на обсяги емісії облігацій (із часовим лагом 4 квартали) та обсяги емісії інвестиційних сертифікатів ІСІ (із часовим лагом 3 і 4 квартали) можуть бути пояснені випадковістю. Тим не менш, наявність подібних тенденцій слід розглядати як таку, що має місце, а отже, навіть складність пояснення цих причинних зв'язків не

виключає того факту, що вони присутні і в певній мірі можуть проявитися і в майбутньому.

Таблиця 2.7. Результати тесту Грейджера на причинність між активами недержавних пенсійних фондів та окремими показниками розвитку фондового ринку України, 2007-2011 рр.

№ з/п	Пари показників	Часовий лаг (кварталів)			
		1	2	3	4
1	Облігації - Активи НПФ	1,839	0,720	0,477	0,482
	Активи НПФ - Облігації	0,093	0,304	0,221	2,322
2	Акції - Активи НПФ	0,286	0,158	0,502	1,258
	Активи НПФ - Акції	0,006	0,157	0,035	0,090
3	Державні облігації - Активи НПФ	0,339	0,286	1,189	2,216
	Активи НПФ - Державні облігації	6,023	2,505	1,602	2,422
4	Обсяги торгів цінними паперами - Активи НПФ	5,426	4,708	3,113	2,598
	Активи НПФ - Обсяги торгів цінними паперами	4,988	3,524	1,408	0,491
5	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Активи НПФ	0,136	0,052	0,740	1,463
	Активи НПФ - Інвестиційні сертифікати ІСІ	1,278	0,876	3,880	3,244
6	Акції ІСІ - Активи НПФ	0,733	0,217	0,187	0,355
	Активи НПФ - Акції ІСІ	0,234	0,184	0,189	0,257
7	Критичне значення F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Розглянемо також прояви причинних зв'язків між самим показниками розвитку фондового ринку, які зіставлялися з показниками інституційних інвесторів. Особливо актуальним є вплив на обсяги торгів цінними паперами з боку емісійних операцій різних видів цінних паперів. Зокрема, як свідчать отримані результати (табл. 2.8), суттєві зв'язки присутні між обсягом торгів та обсягом державних облігацій в обігу (на всіх часових лагах), акціями (на часовому лагу 3 і 4 квартали), акціями ІСІ (на часовому лазі 1 квартал). У свою чергу, обсяг торгів впливає на показники емісії інвестиційних сертифікатів ІСІ (на всіх часових лагах) та облігацій (на часовому лазі 4 квартали).

Поряд із цим існують причинні зв'язки між показниками емісії акцій та облігацій (на всіх часових лагах), облігацій і обсягом державних облігацій в обігу, акцій ІСІ та акцій (на всіх часових лагах) зі зворотним зв'язком (на часовому лазі 1 квартал), інвестиційних сертифікатів ІСІ та акцій (із часовими лагами 1 і 2 квартали), обсягом державних облігацій в обігу та інвестиційними сертифікатами (із часовими лагами 2, 3 і 4 квартали). Тобто, різні цінні папери мають вплив одні на одні з високим ступенем інтенсивності і достатньо значною силою на часових лагах 1-2 квартали, про що свідчать отримані показники, які суттєво перевищують критичні значення F-статистики.

Таблиця 2.8. Результати тесту Грейджера на причинність між окремими показниками розвитку фондового ринку України, 2007-2011 рр.

№ з/п	Пари показників	Часовий лаг (кварталів)			
		1	2	3	4
1	Акції - Облігації	7,505	3,239	6,920	2,590
	Облігації - Акції	0,694	0,410	1,870	1,444
2	Державні облігації - Облігації	0,044	1,220	1,905	1,577
	Облігації - Державні облігації	9,518	14,324	6,864	16,180
3	Обсяг торгів цінними паперами - Облігації	0,323	0,250	0,397	2,834
	Облігації - Обсяг торгів цінними паперами	0,018	0,453	0,587	0,563
4	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Облігації	0,114	3,118	1,486	1,825
	Облігації - Інвестиційні сертифікати ІСІ	1,178	1,728	1,545	1,285
5	Акції ІСІ - Облігації	2,102	1,162	0,281	0,910
	Облігації - Акції ІСІ	0,768	1,583	0,853	1,183
6	Державні облігації - Акції	0,242	0,232	0,400	0,796
	Акції - Державні облігації	0,020	1,256	0,405	0,087
7	Обсяг торгів цінними паперами - Акції	0,019	0,627	0,363	0,162
	Акції - Обсяг торгів цінними паперами	0,718	0,452	2,742	2,929
8	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Акції	4,538	2,603	1,639	1,824
	Акції - Інвестиційні сертифікати ІСІ	0,322	0,426	0,702	0,821
9	Акції ІСІ - Акції	7,111	4,348	3,620	6,607
	Акції - Акції ІСІ	3,571	1,780	0,675	2,025
10	Обсяг торгів цінними паперами - Державні облігації	1,530	0,582	0,378	0,645
	Державні облігації - Обсяг торгів цінними паперами	7,530	3,861	5,799	4,872
11	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Державні облігації	0,000	0,078	1,426	1,664
	Державні облігації - Інвестиційні сертифікати ІСІ	1,278	3,495	2,960	2,885
12	Акції ІСІ - Державні облігації	0,157	0,588	0,286	0,243
	Державні облігації - Акції ІСІ	0,208	1,407	0,543	0,439
13	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Обсяг торгів цінними паперами	0,029	0,112	0,684	0,774
	Обсяг торгів цінними паперами - Інвестиційні сертифікати ІСІ	11,332	7,597	4,302	3,898
14	Акції ІСІ - Обсяг торгів цінними паперами	3,635	1,836	1,891	1,841
	Обсяг торгів цінними паперами - Акції ІСІ	0,114	1,430	1,165	0,915
15	Акції ІСІ - Інвестиційні сертифікати ІСІ	0,442	0,156	0,119	0,102
	Інвестиційні сертифікати ІСІ - Акції ІСІ	0,019	0,657	0,496	0,995
16	Критичне значення F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Отже, можна зробити загальні висновки щодо існування впливу інституційних інвесторів на показники фондового ринку і навпаки. З одного боку відзначимо, що фактично не спостерігається вплив інституційних інвесторів на капіталізацію фондового ринку

(окрім операцій банків із цінними паперами на короткостроковому відрізку). Але існує суттєва залежність показника обсягів торгів (який використовувався як індикатор ліквідності фондового ринку) від вкладень інституційних інвесторів у цінні папери. Це свідчить не тільки про початкову стадію розвитку фондового ринку України, але й про те, що його динаміка суттєво залежить від операцій, що здійснюються інституційними інвесторами.

З іншого боку, вплив інституційних інвесторів на емісію цінних паперів різних видів обмежений. Обсяги емісії акцій, облігацій (за окремими виключеннями) не мають причинних зв'язків із показниками розвитку інституційних інвесторів. Також лише окремі інституційні інвестори впливають на обсяги емісії цінних паперів ІСІ або такі зв'язки виявлено (банки, НПФ). У той же час існує суттєва залежність між обсягами державних облігацій в обігу та показниками розвитку інституційних інвесторів, у тому числі випадки взаємного впливу. Нарешті, майже всі інституційні інвестори впливають на обсяги торгів цінними паперами майже в односторонньому порядку, окрім НПФ, активи яких у тому числі залежать від обсягів торгів цінними паперами.

Окремо відзначимо й іншу тенденцію: на обсяги торгів на фондовому ринку впливають і обсяги емісії цінних паперів, зокрема акцій і державних облігацій. Тобто, інші суб'єкти економіки спроможні суттєво змінювати кон'юнктуру фондового ринку діями, які на розвинених ринках не мали б вносити видимих коректив до його показників.

Таким чином, проведене дослідження свідчить про залежність розвитку фондового ринку України як від розвитку інституційних інвесторів, їхніх вкладень у цінні папери, так і від дій інших економічних суб'єктів, які так чи інакше виходять на фондовий ринок для реалізації власних інтересів.

2.3. Значення інституційних інвесторів у структурній перебудові фондового ринку

Інституційні інвестори мають суттєвий вплив на загальну структуру фінансових ринків. Країни, в яких набули розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення (наприклад, США, Великобританія), як правило, мають добре розвинуті ринки цінних паперів, у той час як ринки капіталів (особливо ринок акцій) відносно нерозвинені в

країнах із незначним за розміром сектором НПФ (наприклад, у Німеччині, Італії). Хоча пенсійні фонди в принципі можуть розвиватися і шляхом надання позик (за умови відсутності законодавчих обмежень) та інвестицій у нерухомість, їхні переваги проявляються саме на фондовому ринку через можливості диверсифікації ризиків та за рахунок менших транзакційних витрат.

Динамічний розвиток сектору інституційного інвестування може суттєво впливати на роль домінуючих фінансових посередників у банкоорієнтованих фінансових системах, які склалися, наприклад, у Німеччині, Японії, Нідерландах. Зокрема, пенсійні фонди, які інвестують суттєву частину своїх активів в акції, будуть лобювати проведення змін у законодавстві, які стосуються інших фінансових посередників, з метою отримання конкурентних переваг чи забезпечення рівних можливостей провадження діяльності на фінансових ринках. Окрім цього, вони можуть вимагати кращого захисту прав акціонерів (особливо міноритаріїв), заборону на використання інсайдерської інформації при здійсненні операцій із цінними паперами, забезпечення рівних прав з іншими кредиторами при банкрутстві підприємств – емітентів облигацій.

У результаті таких дій, направлених на модернізацію фінансової системи, великі корпорації можуть переключитися на фінансування своєї діяльності за рахунок використання інструментів фондового ринку, а не банківських позик. Хоча подібні інструменти є менш доступними для підприємств малого та середнього бізнесу, такі зміни призведуть до більш активної діяльності банків саме серед таких позичальників, забезпечуючи їх необхідними позиковими коштами.

Належне функціонування інституційних інвесторів вимагає наявності стабільної та ефективної інфраструктури фінансового ринку, яка включає в себе наступні елементи: законодавчо-нормативне забезпечення, систему бухгалтерського обліку, органи державного регулювання і нагляду, систему клірингу і розрахунків, інфраструктуру для торгів цінними паперами.

Система законодавчо-нормативного забезпечення відіграє фундаментальну роль у цій інфраструктурі, забезпечуючи додержання прав власності та інших законодавчих норм, які регулюють фінансові ринки та діяльність фінансових посередників на них. Найбільшу складність для законодавців представляє те, яким чином вони повинні реагувати на впровадження нових фінансових продуктів та інновацій у фінансовій сфері. Державне регулювання може як сприяти, так і стримувати впровадження таких інновацій. Наприклад, регулятор може забезпечити появу і дотримання адекватних стандартів

розкриття інформації про використання позабіржових деривативів, вимагаючи відповідних змін у системі бухгалтерського обліку. Іншим важливим прикладом ролі органів регулювання і нагляду може бути встановлення стандартів ризик-менеджменту для інституційних інвесторів.

Зазначені заходи повинні покращити фінансову стабільність без якоїсь шкоди для підприємницької діяльності учасників фінансового ринку. Очікуване зростання інституційного сектору має все більший вплив на структуру і методи роботи на фінансових ринках та їх інститутів. Тому одним із ключових завдань державної політики є побудова належної фінансової інфраструктури, яка спроможна задовольнити ті умови, що складаються на ринку під впливом структурних змін та інновацій. При розгляді ролі державної політики в цих процесах ми приділимо увагу саме регулюванню та нагляду за діяльністю інституційних інвесторів, а також інфраструктурі фінансового ринку, яка буде включати організацію клірингу та розрахунків і механізм провадження торгів на фондовому ринку.

Виходячи зі світового досвіду, можна стверджувати, що розвиток інституційних інвесторів є визначальним в еволюції фондового ринку, а, з іншого боку, наявність ефективно функціонуючого фондового ринку є запорукою реалізації інвестиційних стратегій цими фінансовими посередниками. При цьому нормативно-правове забезпечення відіграє вирішальну роль у таких процесах, що проявляється в його специфічних функціях.

Першою істотною функцією є вимоги для точного розкриття всієї істотної інформації, що сприяє створенню прозорого фондового ринку за рахунок оприлюднення фінансових даних про діяльність інституційних інвесторів. Важливим аспектом у цьому плані є уніфікація вимог до інформації з боку регуляторів різних країн, що забезпечує ефективну інформаційну підтримку, особливо для іноземних контрагентів на національному фондовому ринку. За умови недостатнього розкриття інформації інституційними інвесторами ринки конкретних країн можуть не мати привабливості для іноземних інституційних інвесторів, присутність яких дає ряд переваг для національних ринків. Саме тому первинною умовою є гармонізація вимог у сфері організації бухгалтерського обліку, адже розкриття інформації буде ефективним лише в тому випадку, якщо представлені фінансові дані будуть зрозумілими для широкого кола зацікавлених осіб. Паралельно з цим практика обліку і аудиту повинна мати високі стандарти якості, щоб забезпечити надійність інформації, яка розкривається.

Другою важливою функцією є усунення практики використання інсайдерської інформації при проведенні торгів цінними паперами. При цьому важливу роль відіграє не встановлення лише кримінальної відповідальності за такі дії, як це поширено в практиці країн, що розвиваються, а застосування санкцій широкого спектру (цивільної, адміністративної, кримінальної відповідальності).

Третя функція нормативно-правового забезпечення полягає у створенні справедливих норм захисту прав акціонерів, включаючи міноритаріїв, а також упровадження ефективних механізмів корпоративного управління при схваленні акціонерами ключових корпоративних рішень. Найкращий захист прав акціонерів забезпечує система англосаксонського права, а найгірший спостерігається в країнах Латинської Америки, Франції, Італії, Іспанії. Правові традиції скандинавських країн, а також Німеччини, Японії, Південної Кореї та ін. знаходяться між цими правовими полюсами.

Окрім законодавчо-нормативного забезпечення і діяльності органів державного регулювання важливе значення для розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів мають саморегулювні організації. Такі установи достатньо поширені в розвинених країнах, але їхнє функціонування в країнах, що розвиваються, може бути достатньо проблематичним через надмірну зарегульованість ринку з боку держави. Пошук балансу в нормах і заходах державного регулювання є основною проблемою, нерозв'язання якої може створити суттєві перепони в розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку. Одним із варіантів виходу із цього стану у країнах із слабким розвитком фондового ринку є поступове пом'якшення регулятивних вимог, що повинно стимулювати розвиток фінансового та інституційного секторів. Наприклад, жорстке державне регулювання може бути виправданим у країнах, що розвиваються, з метою захисту національних фінансових ринків та їх суб'єктів від надмірного тиску і конкуренції з боку іноземних фінансових інститутів.

У цілому ситуація з державним регулюванням у країнах, що розвиваються, може бути охарактеризована таким чином: у країнах Азії існує проблема надмірного державного регулювання фінансової сфери, що подавляє розвиток ринків капіталів; у країнах Латинської Америки навпаки рівень державного регулювання слабкий або уповноваженими органами використовуються недостатньо ефективні заходи, що призводить до відсутності довіри з боку економічних агентів до фінансових ринків та інститутів; у країнах Східної Європи та колишнього СРСР для досягнення подальшого прогресу необхідним є розвиток законодавчих норм, регулюючих ринок капіталу.

Слід відзначити, що інфраструктура фінансового ринку в країнах ОЕСР суттєво змінилася за рахунок різкого розширення інституційного сектору та його впливу на ліквідність ринку капіталів, попиту на фінансові інструменти і фінансові інновації, збільшення впливу галузі управління активами на інвестиційні стратегії та торговельні операції на фондовому ринку. Подібні зміни очікуються і в країнах, що розвиваються, за умови росту кількісних показників, що характеризують діяльність інституційних інвесторів. Цей динамічний процес також характеризується наявністю зворотного зв'язку: розвиток інституційних інвесторів призводить до розвитку фондового ринку, у той час як існування інституційних інвесторів вимагає наявності складної фінансової інфраструктури.

Професійне управління активами є невід'ємною складовою інфраструктури фінансового ринку. Воно має суттєвий вплив на структуру і методи роботи інших його учасників. Технічні та експлуатаційні вимоги у поєднанні із загальним зростанням сфери управління активами мають первинне значення для створення умов, в яких працюють інституційні інвестори.

У своїй найпростішій формі управління активами можна розглядати як послуги, що включають управління інвестиційним портфелем від імені інституційних інвесторів. При цьому довірче управління найчастіше здійснюється як зовнішня послуга для банків, страхових компаній, фондів взаємного інвестування, пенсійних фондів, а це створює проблему взаємовідносин між принципалом та агентом. Управління активами є визначальною рухомою силою, що сприяє ускладненню інвестиційних стратегій інституційних інвесторів, появі нових фінансових інструментів, покращенню торгових та інвестиційних технологій.

Ліквідність фондових ринків багато в чому визначається активністю інституційних інвесторів: їхні арбітражні та торговельні операції, дії по управлінню інвестиційними портфелями здійснюють прямий вплив на ліквідність фондових ринків. Ліквідність, яка в узагальненому вигляді визначається значною кількістю операцій купівлі-продажу цінних паперів, також дозволяє говорити про ефект масштабу при здійсненні фінансових операцій, а отже, призводить до зменшення транзакційних витрат інституційних інвесторів, які, таким чином, мають об'єктивні переваги над дрібними інвесторами. У цілому підвищення ліквідності фондових ринків дозволяє покращити ефективність функціонування ринків капіталів і повинно призводити до зниження вартості капіталу.

Важливими компонентами високоліквідного ринку є сучасні засоби комунікації та інформаційні системи ведення торгів, надійні системи клірингу і розрахунків між учасниками торгів на фондовому ринку, які разом дозволяють проводити швидко виконання ордерів на купівлю-продаж цінних паперів без значних коливань у цінах активів та суттєвих транзакційних витрат.

Завдяки інституційним інвесторам з'являються інноваційні продукти, які мають характеристики, близькі до банківських депозитів. Їх можна впровадити на ринку завдяки реалізації стратегій утримання і торгівлі певними комбінаціями фінансових активів, навіть якщо ліквідність окремо взятих компонентів недостатня. Окрім цього, інституційним інвесторам вдається знизити транзакційні витрати до рівня, який сягає розміру операційних витрат банків, що і призводить до появи ідеальних замінників банківських депозитів. Зрозуміло, що подібні фінансові продукти доступні лише в країнах із високим розвитком як фондових ринків, так і інституційних інвесторів.

Якщо ж досягти поширення подібних фінансових технологій на неліквідні цінні папери, включаючи деривативи, то можна створити необхідний рівень ліквідності на фондових ринках без додаткового попиту на позикові кошти банків, що, у свою чергу, може призвести до звуження банківського бізнесу. Тим не менш, доступ до фінансових ресурсів, які пропонує банківська система, є достатньо важливою умовою функціонування ринків капіталу і динамічного розвитку інституційного сектору.

Активна участь інституційних інвесторів у біржовій торгівлі призвела до появи нових типів біржових контрактів та фінансових інструментів, які задовольняли специфічні вимоги цих учасників фондового ринку. Наприклад, з'явилися ордери на купівлю-продаж значних пакетів акцій одного емітента (блочна торгівля), а також ордери на купівлю-продаж значної кількості акцій різних емітентів за короткий проміжок часу (програмна торгівля).

Для того, щоб зробити механізми реалізації таких ордерів ефективними, була створена мережа торгових майданчиків для цінних паперів окремих емітентів, де інституційні інвестори могли проводити торги між собою, використовуючи сучасні телекомунікаційні засоби. Цей позабіржовий ринок відіграє важливу роль на ринку капіталів, забезпечуючи необхідну ліквідність торгів між інституційними інвесторами. Таким чином, потреби інституційних інвесторів стали тією рушійною силою, яка дозволила перейти від торгів, що здійснюються

через телефонну мережу, до системи електронних торгів, які дозволяють автоматично виконувати ордери між членами біржі.

Зміни в інфраструктурі фінансових ринків, спрямованих на покращення їхньої ліквідності, сприяли одночасному зниженню непрямих торговельних витрат. Пошук більш ефективних шляхів проведення торгів також призвів до розвитку альтернативних і нетрадиційних торговельних систем, зокрема проп-трейдингу (Proprietary Trading). Таким чином, інституційні інвестори позбулися проміжної ланки – брокерів – при здійсненні торгівлі цінними паперами (процес отримав назву дисінтермедіація), а це, у свою чергу, позначилося на рівні прямих транзакційних витрат при проведенні операцій із цінними паперами.

У практиці активного управління інвестиційним портфелем урахування всіх транзакційних витрат знижує його реальну дохідність. Це цілком узгоджується з основною тезою теорії ефективного ринку, яка стверджує, що поточні котирування цінних паперів включають у себе всю доступну інформацію. Відповідно ніякого виграшу від використання активних стратегій управління інвестиційним портфелем у намаганнях показати кращий результат, ніж ринковий індекс, не повинно бути. Тому портфель, заснований на ринковому індексі, є найкращою інвестиційною стратегією в ситуації, коли із цінової позиції фондові ринки є ефективними. Слідування цій теорії призвело до появи значної кількості індексних фондів, хоча їхня частка, тим не менш, залишається відносно невеликою в порівнянні із загальною кількістю інвестиційних фондів, які вкладають кошти переважно в акції.

Ще однією важливою структурною зміною на фондовому ринку під впливом інституційних інвесторів стала поява міжнародного лістингу компаній. Хоча цей процес частково пояснюється бажанням емітентів вийти на нові ринки капіталу, розширюючи при цьому коло потенційних інвесторів, але в той же час він пов'язаний із виникненням необхідності в інституційних інвесторів диверсифікувати інвестиційні портфелі, включивши в них цінні папери нерезидентів, знижуючи таким чином можливі втрати від розбалансування портфелів.

Аналогічні кроки були здійснені урядами країн, які активно використовували міжнародні ринки капіталу для фінансування дефіциту державного бюджету. За ситуації, коли державні цінні папери стають привабливими для міжнародних інституційних інвесторів, уряд країни може не покладатися виключно на внутрішні джерела фінансування, але й залучати іноземних інвесторів. Завдяки цьому були впроваджені заходи з усунення перепон для руху

капіталів між країнами, покращено умови для приватного розміщення корпоративних облігацій та сек'юритизованих позик. Окрім цього, зміни стосувалися впровадження аукціонів, активного використання операцій РЕПО, відміни окремих видів податків на операції з цінними паперами, розвитку ринків деривативів, адаптації емісії під потреби інвесторів, стандартизації емісій, удосконалення систем клірингу і розрахунків тощо. Наприклад, зміни на французькому ринку державних облігацій та ф'ючерсному ринку були викликані потребою залучити іноземних інституційних інвесторів, пропонуючи їм прийнятні високоліквідні інструменти для хеджування процентних і валютних ризиків. Упровадження єдиної європейської валюти також стимулювало розвиток та інтеграцію ринків державних облігацій по всьому Європейському союзу, що посилювало конкуренцію між урядами країн, сприяло подальшій модернізації та інноваціям на ринку.

Процес фінансових інновацій (винахід, розробка і впровадження нових фінансових інструментів) був також досить тісно пов'язаний із розвитком інституційних інвесторів, в яких виникла потреба в індивідуальних фінансових інструментах. Фінансові інновації на фондовому ринку були стрімкими в 1980-90 рр. (Р. Мертон та З. Боуді охарактеризували цей процес як «інноваційна спіраль» [115]), за рахунок чого інновації рухали фінансову систему до кращої ефективності, у свою чергу, сприяючи подальшим інноваціям. Зокрема, особливо значущим було зростання ролі ринків деривативів, векселів та сек'юритизованих цінних паперів. До середини 1980-х рр. інновації походили з Європи, а після цього більшість нововведень брало початок у США. Для цього періоду характерним є поява нових фінансових продуктів, які задовольняли потреби міжнародних банків у сфері ризик-менеджменту. Як показали дослідження Банку міжнародних розрахунків, свопи, форвардні контракти за відсотковими ставками, процентні опціони та ф'ючерси виступили як доповнення й альтернатива традиційним міжнародним міжбанківським депозитам [72]. Збільшуючись у часі за обсягами, операції з деривативами виконували важливу функцію в управлінні активами інституційних інвесторів. Ці фінансові посередники, які звикли використовувати деривативи у своїй національній практиці, намагалися поширити її і на закордонні фінансові ринки. За умови успіху їх запровадження інновації в подальшому призводили до зростання обсягів міжнародних інвестицій.

Згідно з дослідженнями Intersec [148] у середньому 61 % європейських пенсійних фондів і страхових компаній використовують деривативи безпосередньо або через компанії з управління активами,

хоча між окремими країнами існує велика різниця в цьому показнику. Із тих, хто використовує деривативи, 75 % здійснюють це для тактичних цілей при розміщенні активів, 50 % – для хеджування ризиків, 33 % – для відкриття позицій за процентними ставками. Інституційні інвестори США використовують деривативи ще активніше і в більших обсягах, вони є ключовими гравцями на ринку сек'юритизованих боргових цінних паперів.

Можна стверджувати, що сучасна інфраструктура фінансових ринків є невід'ємною частиною процесів розвитку національних інституційних секторів країн, що розвиваються. Як зазначалося раніше, це двосторонній динамічний процес. Це означає, що впровадження заходів, які сприяють розвитку основи системи інституційного інвестування (наприклад, пенсійної реформи або через усунення окремих недоліків), буде стимулювати розвиток фондового ринку. У той же час політика, спрямована на розвиток інфраструктури фінансових ринків, є ключовим елементом побудови ринково орієнтованої національної системи інституційних інвесторів.

Слід також наголосити на певних проблемах, що стримують розвиток інституційного сектору і фондового ринку в країнах, що розвиваються. Зокрема, центральною проблемою є законодавчо-нормативне забезпечення діяльності інституційних інвесторів, включаючи захист прав власників цінних паперів, чітке визначення інвестиційних цілей і ризиків, встановлення пруденційних нормативів і стандартів довірчого управління, прозорість процедур оцінки активів інституційних інвесторів та захисту їх цілісності. На жаль, у країнах, що розвиваються, ці норми або відсутні, або виконуються частково. До того ж окремі види інституційних інвесторів не можуть активно розвиватися через низку інших причин.

Так, фонди взаємного інвестування не можуть на рівних конкурувати з комерційними банками, які стримують їхній розвиток, фактично перенаправляючи кошти потенційних інвесторів у банківські депозити. Додатковими бар'єрами виступають високі транзакційні витрати на здійснення інвестування в цінні папери, нерозвиненість фондового ринку, нестача фінансових інструментів, в які можна було б вкладати вільні грошові кошти, їхня низька ліквідність. Фонди взаємного інвестування в розвинених країнах беруть активну участь в управлінні активами пенсійних фондів, у той час як країни, що розвиваються, не мають активно функціонуючої системи недержавного пенсійного забезпечення, а законодавчі норми, як правило, виключають взаємні фонди з пенсійної системи.

Страхові компанії, що займаються страхуванням життя, відіграють несуттєву роль у фінансовому секторі таких країн. Їхня залежність від рівня реального доходу населення, а також загальноекономічного розвитку країни унеможлиблює швидке зростання цих інституційних інвесторів. Поряд із цим слід відзначити, що недосконале державне регулювання цієї сфери, слабка конкуренція, обмеженість пропозиції інноваційних продуктів, неадекватний розвиток інфраструктури, розкриття фінансової інформації та надійність страховиків створюють додаткові перепони для успішного функціонування цих інституційних інвесторів.

Таким чином, окреслені проблеми країн, що знаходяться на етапі розвитку ринкових відносин, повністю повторюють ті досягнення, які вже присутні в розвинених країнах. Тому нормальне функціонування фондового ринку та інституційних інвесторів вимагатиме (принаймні на початкових етапах) копіювання цих досягнень з урахуванням національної специфіки, запозиченням найкращого за результатами досвіду і практики роботи, включаючи впровадження необхідних елементів інфраструктури фінансового ринку. Без цих заходів еволюційний розвиток фондового ринку і системи інституційних інвесторів може розтягнутися на довгі роки.

АНАЛІЗ БІРЖОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ ЯК НЕОБХІДНА УМОВА ЕФЕКТИВНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТИТОРІВ

3.1 Гіпотеза ефективного ринку як сучасна концепція, що пояснює поведінку біржових ринків

Формування інвестиційних портфелів інституційними інвесторами потребує постійної уваги до змін у курсах цінних паперів, особливо якщо йдеться про методи активного управління портфелем. Саме тому аналіз біржової інформації виступає основою для прийняття рішень щодо купівлі-продажу цих фінансових активів, ефективність яких і буде визначати фінансовий результат управлінських дій.

На сьогодні не існує єдиного підходу до пояснення та прогнозування руху цін на біржові активи. Існуючі концепції суперечать одна одній та базуються на різних передумовах. Пануючою економічною теорією, що пояснює поведінку біржових ринків, на сьогодні є гіпотеза ефективного ринку, основи якої були закладені Л. Башельє в дисертаційній роботі «Теорія спекуляцій» у 1900 році. Остаточно дана гіпотеза була сформульована незалежно Є. Фаме та П. Самуельсоном у 1960-их роках. Так, Є. Фаме зауважив, що ефективний ринок – це ринок, на якому завдяки доступності інформації поточні ринкові ціни відповідають внутрішній вартості активу [85].

Теорією, що призвела до появи ГЕР, є закон випадкового блукання (RWH – random walk hypothesis), згідно з яким ціна активу, що виникає на ринку в наступний проміжок часу, не залежить від його ціни в попередній момент. У результаті вивчення минулого характеру зміни ціни активу не дає можливості визначити подальший напрямок її руху. Це означає, що існує 50 %-а ймовірність того, що в наступний момент вона піде як вверх, так і вниз.

Незважаючи на певну суперечливість даної гіпотези, адже ціни на активи мають під собою певну фундаментальну основу і фактично є грошовими оцінками цих факторів, закон випадкового блукання знаходить підтвердження як на практичному, так і на теоретичному рівнях. Продемонструємо декілька прикладів.

Нами було змодельовано графік ціни (рис. 3.1) за умови випадкової зміни напрямку її руху (ймовірність 50 %). У той час як на рис. 3.2 представлено типовий фрагмент графіку зміни ціни на золото (денний інтервал).

Як бачимо, графіки практично ідентичні. І таких прикладів можна наводити десятки й сотні.

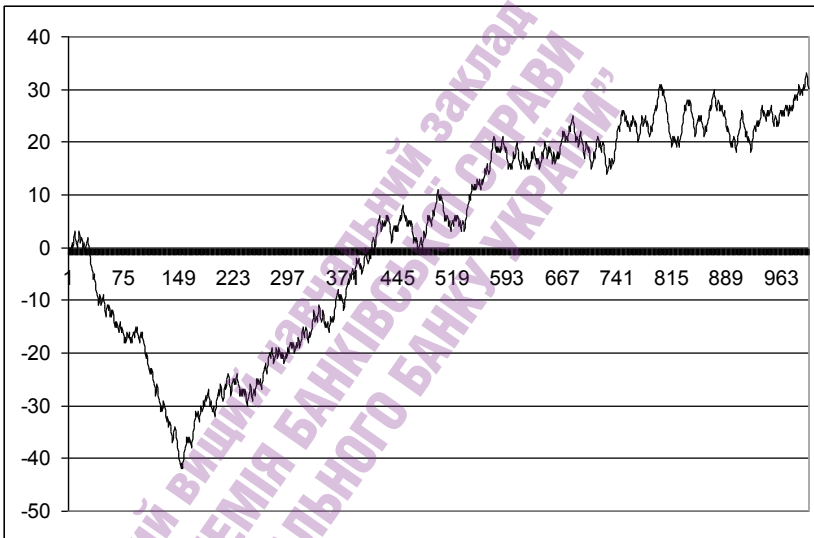


Рис. 3.1. Графік випадково генерованих величин (ймовірність 0,5)

Іншим підтвердженням теорії випадкового блукання є періодичні дослідження з випадкового формування інвестиційних портфельів (в якості аналітиків виступали мавпи, випадкові набори даних, опитування випадкових перехожих тощо), які свідчать, що досить часто такі портфелі показують більшу дохідність, ніж провідні інвестиційні фонди [30].

Згідно з результатами проведених досліджень тільки 12 % щоденних коливань фондового індексу Dow Jones можуть бути передбачені на основі його динаміки за попередній день [34].

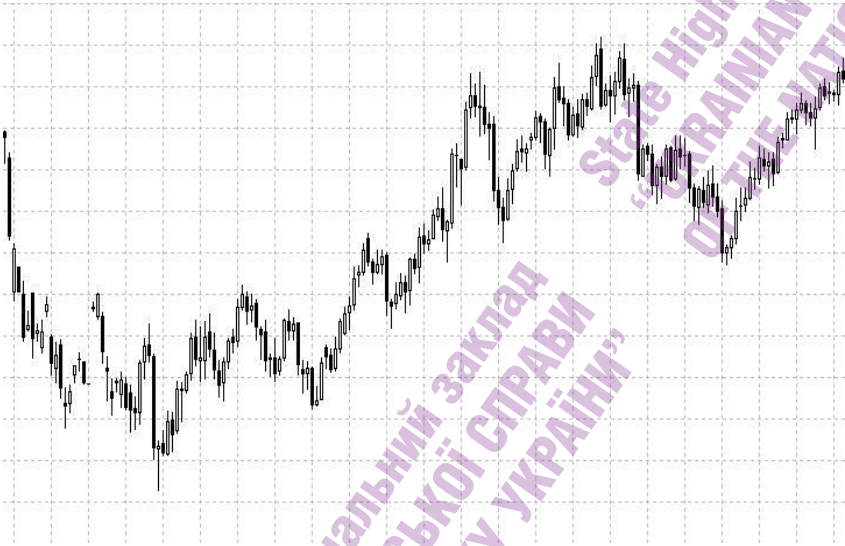


Рис. 3.2. Фрагмент графіку ціни на золото (денний інтервал) [116]

Теорія випадкового блукання, утім, стосується лише інформації, що несе в собі минулі значення цін на біржові активи. У той час як очевидним є існування інших інформаційних потоків, які можуть впливати на ціни активів (йдеться про макроекономічну статистику, новини, інформацію щодо фінансового стану компаній тощо). Саме необхідність їхнього врахування й обумовила появу гіпотези ефективного ринку (ГЕР).

Згідно із цією гіпотезою всі учасники біржових ринків є раціональними економічними суб'єктами, які діють в умовах доступності інформації, що дає їм можливість точно спрогнозувати майбутнє значення ціни. Виходячи із цього і приймаються відповідні інвестиційні рішення. Ціна ж біржового активу в таких умовах повністю відповідає його ринковій вартості, що, у свою чергу, не дає можливості отримання надприбутків на біржових ринках. Таким чином, ринки, на яких ціна фінансового активу дорівнює його внутрішній вартості, є абсолютно ефективним. У цьому коротко

полягає сутність гіпотези ефективного ринку. Проаналізуємо більш детально дану гіпотезу, визначимо передумови, на яких вона базується, її обмеження, позитивні та негативні сторони, а також емпіричні підтвердження та заперечення даної гіпотези.

Один із засновників гіпотези ефективного ринку П. Самуельсон відзначає, що на інформаційно ефективному ринку зміни цін повинні бути непередбачуваними, якщо вони повною мірою враховують інформацію та очікування всіх учасників ринку [131].

Відповідно до визначення М. Йенсена ринок є ефективним, якщо використання певного масиву інформації не дає можливості отримати прибутку від торгівлі на його базі [101].

Е. Ло відмічає, що чим більш ефективним є ринок, тим більш випадковими є зміни цін, породжені таким ринком. Відповідно **найбільш ефективним ринком** є такий, на якому зміна цін є абсолютно випадковою і непередбачуваною. Це є прямим результатом того, що багато активних учасників ринку намагається отримати вигоду зі своєї інформації. Керуючись можливостями отримання прибутку, армія інвесторів намагається використати навіть найменші інформаційні переваги. Таким чином, вони включають свою інформацію в ринкові ціни і швидко усувають можливості отримання прибутку, оскільки ціна вже врахувала ці фактори. Якщо це відбувається миттєво, що має бути в ідеальному світі (де на ринках відсутні часові лаги і торгові витрати), то ціни повинні завжди повністю відображати всю доступну інформацію.

Таким чином, неможливо отримати прибуток шляхом торгівлі на основі інформації, оскільки всі прибутки із цієї інформації вже отримані [107].

Гіпотеза ефективного ринку базується на декількох базових припущеннях:

1. Уся нова інформація надходить на ринок дуже швидко і майже миттєво відображається у ціні.

2. На ринку діють раціональні економічні суб'єкти – інвестори намагаються максимізувати не багатство (оскільки його максимізація супроводжується значними ризиками), а корисність – тобто приймають рішення з урахуванням ризиків.

3. Біржові ринки є ринками досконалої конкуренції – ніякий окремий його учасник (або група учасників) не здатні своїми діями вплинути на ринкову ціну.

4. Очікування учасників ринку гомогенні (однорідні) – інвестори однаково оцінюють імовірності майбутніх дохідностей активів.

5. Ціни на активи змінюються відповідно до «закону випадкового блукання» [69].

Базуючись на цих припущеннях, були сформульовані наступні **основні положення ГЕР:**

1. Ринкова ціна завжди дорівнює внутрішній вартості активу.
2. Неможливо прийняти економічне рішення, яке б дало можливість отримати надприбутки.

У Шарпом було узагальнено основні припущення та положення ГЕР і дано наступне трактування ефективного ринку. Ефективний ринок – це ринок, на якому знаходиться велика кількість раціональних учасників, що, максимізуючи прибуток, конкурують між собою. Кожен із учасників намагається передбачити майбутню ціну активу; при цьому важлива поточна інформація знаходиться практично у вільному та рівному доступі для всіх учасників. На такому ефективному ринку конкуренція між учасниками призводить до того, що в будь-який момент ціна конкретного активу вже враховує всю інформацію, яка може на неї вплинути – причому як інформацію, доступну в даний момент, так і інформацію, появу якої ринок передбачає в майбутньому. Іншими словами, на ефективному ринку ринкова ціна є адекватним показником внутрішньої вартості активу [61].

Незважаючи на популярність, логічність та простоту даної гіпотези, практичний досвід існування біржових ринків свідчить, що припущення, на яких базується теорія ефективного ринку, не завжди відповідають дійсності. Це ж стосується й основних положень гіпотези ефективного ринку.

Невідповідності між реальним станом речей і теорією спостерігаються як на практиці, так і в теорії.

Найбільшим обмеженням гіпотези ефективного ринку, на думку Р. Бол, є **інформаційна складова гіпотези**. Гіпотеза ефективного ринку звела інформацію до абсолюту – інформація є абсолютно доступною, абсолютно вільною, сприймається всіма абсолютно однаково. Притому очевидно, що в реальному житті це не так. Доступ до інформації у різних учасників різний, існують платні інформаційні послуги, та й сама інформація різними учасниками сприймається по-різному. До того ж існують інформаційні потоки, масштаби впливу яких та їхня важливість не можна швидко оцінити, а відповідно і врахувати в ціні. Ідеться, у першу чергу, про форс-мажорні події – терористичні акти, природні чи техногенні катастрофи, певні несподівані політичні чи економічні події [68].

Ще одна претензія до гіпотези ефективного ринку на теоретичному рівні стосується припущення щодо однорідності всіх інвесторів з точки зору їх цільових установок та раціональності рішень. Зокрема, у концепції ефективного ринку не враховано, що інвестори на фінансовому ринку володіють різними інвестиційними горизонтами, які реагують тільки на інформацію, що стосується їхнього інвестиційного горизонту. Крім того, усе більшої популярності сьогодні набирає теорія «біхейвіористських фінансів», відповідно до якої поняття «раціональності» для різних економічних суб'єктів може бути різним, а отже, і їхня реакція на ту чи іншу ринкову інформацію буде відрізнятися. Крім того, досить часто ринкова реакція не є адекватною новині. Мається на увазі або «надреакція» (overreaction) або «недореакція» (underreaction) ринків на ту чи іншу інформацію [107].

Не до кінця ясною є роль і місце транзакційних витрат у гіпотезі ефективного ринку. Очевидно, що для різних учасників вони різні, а отже, і дохідність, що буде їх влаштовувати (при однаковому підсумковому прибутку) теж різна. Тобто учасники з меншими транзакційними витратами можуть отримувати більші прибутки від операцій (фактично, надприбутки, що суперечить гіпотезі ефективного ринку) [67].

Наведемо приклади деяких практичних невідповідностей теоретичним положенням гіпотези ефективного ринку.

Класичним прикладом відсутності на ринку повної ефективності є ефекти «січня», «дня тижня», «малих фірм». «Ефект січня» – протягом не менше 70 років спостерігається перевищення середньої прибутковості акцій у січні над їх прибутковістю в інші місяці року. «Ефект дня тижня» – дохідність акцій по понеділках зазвичай має негативну величину. Підтвердженням цього є дані спостережень за період понад 25 років. На Токійській фондовій біржі понад 35 років спостерігається «ефект малих фірм», який проявляється в тому, що прибутковість акцій дрібних компаній вище дохідності паперів великих корпорацій на величину порядку п'яти процентних пунктів [30].

Одним із базових положень гіпотези ефективного ринку є неможливість прийняття економічного рішення, яке б дало можливість отримати надприбутки. У той же час мільйонні зарплати та бонуси на Уолл-стріт вказують на те, що надприбутки у сфері біржової діяльності явище досить типове.

Біржова історія має сотні і тисячі прикладів отримання надприбутків. Наведемо один із найбільш відомих – спекуляція Дж. Сороса з британським фунтом. Улітку 1992 року Сорос почав поступово

скупувати англійський фунт стерлінгів і в середині вересня мав уже біля 5,5 млрд. фунтів. 16 вересня, коли курс фунта досяг максимуму, Сорос почав активно його розпродавати та купувати німецькі марки. Таке різке зростання пропозиції фунту було сприйнято гравцями ринку як сигнал для продажу, і торговці почали активно його продавати. За декілька днів фунт втратив 12 %, а саме падіння зупинилося лише після його падіння на 20 % (рис. 3.3). Сорос у результаті цієї операції заробив 1,1 млрд. дол. США [13, 58].



Рис. 3.3. Динаміка курсу валютної пари GBP/USD у липні-жовтні 1992 р. [116]

Ще одним характерним прикладом невідповідності теорії практиці (йдеться про одне з базових припущень гіпотези ефективного ринку, відповідно до якого біржові ринки є ринками досконалої конкуренції – ніякий окремий його учасник (або група учасників) не здатні своїми діями вплинути на ринкову ціну) є подія 6 вересня 2001 року, коли Центральний банк Швейцарії здійснив валютну інтервенцію для підтримки зниження курсу швейцарського франку (див. рис. 3.4). Основний масив операцій проходив у валютній парі EUR/CHF (євро проти швейцарського франку). У результаті курс валютної пари EUR/CHF значно зріс.

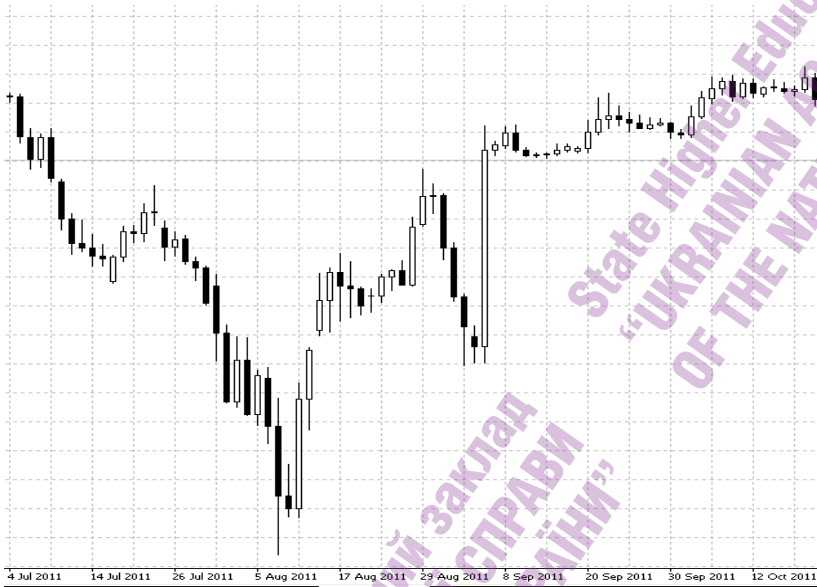


Рис. 3.4. Динаміка курсу валютної пари EUR/CHF у липні-жовтні 2011 р. [116]

Р. Бол відмічає, що перелік невідповідностей реального стану речей положенням GER є досить довгим і включає в себе як надзначну реакцію ринків на певну інформацію, так і навпаки, надслабку, вибухи волатильності та сезонні сплески дохідності, залежність дохідності від різних змінних, як-то ринкова капіталізація, норма дивідендів, ринкові коефіцієнти тощо [67].

Виходячи з наведених вище прикладів, з урахуванням результатів досліджень інших науковців, нами було розроблено перелік типових аномалій GER у вигляді табл. 3.1

Наявність цих та інших аномалій і практичної невідповідності базовим теоретичним припущенням гіпотези ефективного ринку обумовили подальший розвиток теорії і виділення трьох форм ефективності ринків – сильної, середньої та слабкої.

Таблиця 3.1. Аномалії гіпотези ефективного ринку
[67, 71, 107, 34, 15, 18]

Положення (припущення) ГЕР	Невідповідність на практиці (аномалія)
Уся нова інформація надходить на ринок дуже швидко і майже миттєво відображається у ціні	Не вся нова інформація може бути оцінена швидко і в повній мірі врахована в ціні. Іноді потрібен час для відносно повного врахування тієї чи іншої новини в ціні.
На ринку діють раціональні економічні суб'єкти	Психологи та біхейвіористські економісти відмічають невірність постулату про те, що людська поведінка завжди і для всіх є раціональною. Людям характерне як скоєння індивідуальних помилок, так і підпадання під різного роду «колективні ефекти» – паніка, масовий психоз, азіотаж тощо. Сюди ж можна віднести і виникнення біржових бульбашок, яке було б неможливе за умови присутності на ринку лише раціональних суб'єктів.
Біржові ринки є ринками досконалої конкуренції – ніякий окремий його учасник (або група учасників) не здатні своїми діями вплинути на ринкову ціну	Інтервенції центральних банків, зміни ними структури золотовалютних резервів, переорієнтація активів інвестиційних та хеджевих фондів, операції крупних гравців (наприклад, операція Сороса з продажу фунта проти німецької марки) значно впливають на ціни на ринку.
Очікування учасників ринку гомогенні (однорідні) – інвестори однаково оцінюють ймовірності майбутніх доходностей активів	Часова орієнтація в інвесторів різна. Частина з них робить операції, виходячи з короткострокових цілей, інші – довгострокових. Відповідно їх оцінки будуть різними. Політика управління ризиками у різних учасників ринку теж різна, отже, і очікувана дохідність буде різною.
Ціни на фінансові активи змінюються в часі відповідно до закону випадкового блукання	Існування протягом довгого періоду часу трендів руху цін на ринкові активи ставить під сумнів дану тезу. Аналіз свідчить, що на фінансових ринках спостерігається невелика позитивна автокореляція на короткостроковому відрізку часу (щоденному, щотижневому та щомісячному); у довгостроковій перспективі (3-5 років) існує тенденція повернення ринкових цін до рівноважного значення.
Технічний аналіз не дає трейдеру ніякої корисної інформації	Технічний аналіз знаходить широке поширення серед трейдерів, що теоретично говорить про його ефективність; емпіричні докази ефективності технічного аналізу щодо високих доходів мають змішаний характер. Крім того, використання однакових індикаторів технічного аналізу багатьма трейдерами може провокувати певні цінові зміни, що спричинені сигналами з технічних індикаторів і відповідними діями трейдерів.
Неможливо прийняти економічне рішення, яке б дало можливість отримати надприбутки	Дане положення спростовується не тільки легендами інвестиційного світу (У. Баффет, Дж. Сорос), але й фактом існування та розмірами оплати чисельного штату біржових аналітиків та трейдерів. Вибухи волатильності (різке зростання коливань цін на активи) лише підтверджують принципову можливість отримання надприбутків від біржових операцій. Крім того, якщо б отримання прибутків було неможливим, то ринки б зникли.
Ринкова ціна завжди дорівнює внутрішній вартості активу	Ціни на фінансові активи значно відхиляються від рівноважних протягом тривалих періодів часу. Найбільш характерним прикладом практичної обмеженості даного положення ГЕР є виникнення та схлопування цінових бульбашок.

Виділення трьох форм пояснюється існуванням різних типів інформації на ринку залежно від її доступності (рис. 3.5).



Рис.3.5. Інформаційна система фінансового ринку [30]

Першою групою інформації є історичні дані щодо поведінки ціни – ці дані є загальнодоступними. **Другу групу** (публічну інформацію) формує інформація з першої, до якої додається різного роду публічна інформація, як-то дані фінансової звітності, коментарі аналітиків, публікації в пресі тощо. **До третьої групи** (приватна інформація) відносять публічну інформацію, а також ту, до якої доступ є ускладнений – інформація, що розповсюджується у приватному порядку (наприклад, платні підписки на аналітичні огляди), а також різного роду інсайдерська інформація, доступ до якої має обмежене коло осіб.

Таким чином, **слабка форма** ефективності на ринку існує, коли ціни на ньому відображають лише інформацію, що міститься в динаміці попередніх значень ціни. Дана форма гіпотези ефективного

ринку передбачає марність проведення аналізу тенденцій, оскільки дані про історичні котирування є загальнодоступними та отримати їх можна безкоштовно. Відповідно, якби минулі дані несли в собі певну інформацію щодо майбутнього стану ринку, усі змогли б нею скористатися. А це призвело б до корекції ціни та зникнення можливості заробітку.

У той же час очевидним є те, що історичні дані щодо ціни активу – це лише частина інформації, яка циркулює на ринку. Тому виділяють ще дві форми ефективності ринку.

Відповідно до **середньої форми** гіпотези ефективного ринку ціна активу враховує всю загальнодоступну інформацію – не тільки ринкові котирування, але й різного роду відомості (макроекономічну статистику, новини, коментарі аналітиків, прогнози тощо), що перебувають у відносно вільному доступі. Дослідження свідчать, що на таких ринках загальнодоступна інформація абсорбується ринком у день її оголошення, таким чином часу на отримання надприбутків від прийняття певних рішень не залишається. Вважається, що даною формою ефективності володіють біржові ринки розвинених країн (NYSE, LSE тощо). Практичний досвід свідчить, що навіть за умов повного врахування загальнодоступної інформації, на ринку залишаються можливості для отримання надприбутків. Цю можливість надає інсайдерська інформація. Саме її існування обумовило виділення третьої форми гіпотези ефективного ринку.

Найбільш екстремальною є **сильна форма** гіпотези ефективного ринку. Згідно з нею ціни на актив ураховують не лише загальнодоступну інформацію, але й суто внутрішню інформацію стосовно того чи іншого активу (конфіденційні дані щодо стану компанії, різного роду комерційні таємниці, інформацію про важливі управлінські рішення, яка поки що не була оголошена, тощо). Принципова можливість існування даної форми пояснюється наявністю механізму відповідальності за розголошення інсайдерської інформації, а також різного роду механізмів з контролю за поведінкою інсайдерів (обмеження можливостей інсайдерів з купівлі/продажу цінних паперів, звітування інсайдерів про здійснені ними біржові операції тощо). Ці механізми, з одного боку, підвищують транзакційні витрати від використання інсайдерської інформації, а з іншого створюють штучні перепони для конвертації такого роду інформації в надприбутки. У кінцевому підсумку це і створює теоретичні передумови для існування сильної форми гіпотези ефективного ринку. Тим не менш, на сьогодні не існує

біржових ринків, які б повністю відповідали її вимогам. Найбільше до неї наблизилися розвинені країни, особливо США [30, 18].

Незважаючи на існування трьох форм гіпотези ефективного ринку, критична маса невідповідностей теорії практиці обумовила появу різного роду альтернативних теорій та підходів до аналізу біржових ринків. Підходами, що суперечать основним положенням гіпотези ефективного ринку, у той же час пояснюючі суперечливі моменти та емпіричні невідповідності теорії Є. Фама, зокрема, є фундаментальний та технічний аналіз.

Що стосується альтернативних теорій, які пояснюють поведінку біржових ринків, то найбільш популярними на сьогодні є:

1) біхейвіористські фінанси – фокусуються на тому, яким чином людська психологія впливає на процес прийняття економічних рішень. Саме людська психологія є тим фактором, що обумовлює відхилення дій економічних суб'єктів від раціональних [102, 108, 109, 134, 140];

2) еволюційна теорія ігор – вивчає еволюцію та стійку рівновагу популяцій конкурентних стратегій у високо ідеалізованих умовах [92];

3) теорія агентів – фінансовий ринок представляє собою аналогію біологічного механізму, в якому діють організми-агенти, що взаємодіють один з одним за принципом природного відбору [66, 112];

4) гіпотеза адаптивних ринків – поєднує теорію раціональних очікувань та біхейвіористських фінансів [109].

Підводячи підсумки дослідження гіпотези ефективного ринку як сучасної концепції, що пояснює поведінку біржових ринків, відзначимо, що з практичної точки зору вона є ідеальною моделлю і не може бути в повній мірі реалізована в реальному економічному житті. З цього приводу доречним буде згадати висловлювання С. Куна: «Жодна теорія не може пояснити все» [105]. У той же час базові положення та передумови гіпотези ефективного ринку допомагають краще розуміти сутність процесів, що відбуваються на біржових ринках. Незважаючи на значну кількість недоліків, адекватної альтернативи гіпотезі ефективного ринку за рівнем наукової обґрунтованості та розробленості досі ще не знайдено. Отже, виходячи з думки, що для дійсного заперечення певної теорії необхідна нова теорія, а такої поки що не існує – можна вважати гіпотезу ефективного ринку сучасною концепцією, яка пояснює поведінку біржових ринків.

3.2 Технічний і фундаментальний аналіз – найбільш розповсюджені методи аналізу біржової діяльності

Проблеми аналізу біржової інформації з метою прогнозування майбутнього руху цін та конвертації цих знань у прибутки займали вчених, і, особливо, практиків із часів появи біржових ринків. Узагалі, якщо аналізувати позицію безпосередніх учасників біржових торгів, а не вчених-теоретиків, то питання, чи можливо взагалі прогнозувати ціни на біржові активи, як таке не існує, оскільки всім очевидно, що це можливе. Єдине питання, яке хвилює учасників біржової діяльності, то це як зробити якісний прогноз та отримати конкурентну перевагу перед іншими.

Отже, у той час як у наукових колах можливість прогнозування не лише ставилася під сумнів, а навіть заперечувалася (гіпотеза ефективного ринку), практиками створювалися різні науково-методичні підходи до прогнозування цін на біржові активи. Найбільш розповсюдженими підходами, принаймні в середовищі практиків (трейдерів, брокерів, інвесторів тощо), є технічний та фундаментальний аналіз.

Відповідно до положень фундаментального аналізу динаміка цін на біржові активи залежить від змін в економіці країни, розвитку політичних подій, особливостей фінансового регулювання в країні, стихійних лих та інших видів форс-мажорів тощо. І якщо деякі із цих подій не можуть бути передбачені (наприклад, форс-мажорні події), інші цілком піддаються оцінці та прогнозуванню (наприклад, час публікації економічних новин відомий заздалегідь, як і прогнози аналітиків за тим чи іншим економічним показником). Таким чином, здійснюючи розумні та своєчасні прогнози, можна передбачити майбутній рух цін на ринку та отримати переваги від цього.

Технічний аналіз, на протигагу фундаментальному аналізу, концентрує увагу на аналізі минулих рухів цін з метою прогнозування їхнього майбутнього руху. Він ґрунтується на переконанні, що «ринку враховує все», а отже, у поведінку ціни вже включені всі значимі фактори (економічні, політичні тощо). Якщо ринок дійсно є ринком, то рухи цін утворюються в результаті прийняття його учасниками великої кількості рішень. Результатом цих рішень є зміни в цінах. Аналізуючи їх, учасники отримують доступ до всієї ринкової інформації. Для здійснення цього технічний аналіз володіє значним арсеналом інструментів з отримання корисної інформації з графіків цін та результатів торгів.

Технічний аналіз широко використовується в практиці роботи для прогнозування цінових рядів. Незважаючи на те, що більшість статистичних досліджень показала, що послідовні зміни цін лінійно незалежні, і ціни на біржові активи є результатом суто випадковим, тим не менш цілий ряд вчених відзначає, що залежність зміни цін може бути такою складною, що створюється видимість відсутності зв'язку, у той час як реально минулі ціни здійснюють вплив та пов'язані з цінами у майбутньому.

Перевагою технічного аналізу відносно фундаментального аналізу є його відносна простота використання, швидкість отримання даних, а також універсальність (його методологія працює як на фондових ринках, так і на товарних чи валютних без необхідності модифікації та пристосування до специфіки різних ринків). Звичайно, існують також і складні технічні методи торгівлі, але, як відмічає М. Прінг, незважаючи на нескінченні можливості з підвищення складності торгівлі на базі технічного аналізу, краще використовувати максимально прості методи [125].

Звичайно, і фундаментальний аналіз можна зробити максимально простим. Наприклад, достатньо подивитися на кількість автомобілів, що припарковані біля торгових центрів, щоб отримати уявлення про стан активності споживачів, їхню довіру до національної економіки. Притому, для адекватного аналізу, звичайно, потрібний більший набір інформації – макроекономічні показники, показники розвитку окремих галузей та компаній, інформація про стан та тенденції розвитку політичного середовища, державної економічної політики тощо. Це робить фундаментальний аналіз більш витратним у плані часу та зусиль, ніж технічний аналіз.

Перевагою технічного аналізу з наукової точки зору є ще й те, що набагато простіше тестувати окремі його методи чи методик, оскільки існують чітко визначені об'єктивні правила торгівлі. Для їх перевірки фактично необхідні лише дані про ціни та обсяги торгівлі, що можна отримати досить легко.

Принциповою різницею між технічним та фундаментальним аналізом є те, що технічних аналітиків цікавлять лише ціни та їх динаміка, у той час як прихильники фундаментального аналізу намагаються аналізувати причини цих змін.

Технічний аналітик стверджує, що вся інформація поступово враховується в цінах, у той час як фундаментальний аналітик використовує всю наявну інформацію, а також багато інших економічних змінних для обчислення справедливої вартості активу. Ще однією принциповою різницею між технічним та фундаментальним

аналізом є те, що технічні аналітики не визначають цільовий орієнтир ціни, а лише торгують, виходячи із сигналів на покупку чи продаж, які генерує їхня торгова стратегія. У той час як метою фундаментального аналітика є цільова ціна, яка розрахована на базі оцінки фундаментальної вартості активу.

Систематизуючи викладене вище, можемо представити ключові розходження в даних методах у наступному вигляді (рис. 3.6).



Рис. 3.6. Принципові різниці між фундаментальним та технічним аналізом

Як уже відмічалось у попередньому підрозділі, в академічних колах ані фундаментальний, ані технічний аналіз не розглядаються в якості джерел отримання гарантованого прибутку, оскільки вважається, що цінові рухи носять випадковий характер і в принципі є непрогнозованими. Наприклад, Malkiel у своїй книзі «Випадкове блукання вниз по Уолл-стріт» (1996) показав, що взаємні фонди (основні і найбільші користувачі фундаментального аналізу), не в змозі перевершити загальний індекс ринку. У період 1974-1990 рр. не менше двох третин пайових інвестиційних фондів були побиті індексом Standard & Poors 500 [113]. Крім того, у роботах Cowles (1933, 1944) було відзначено, що аналітики генерують більшу

кількість сигналів на покупку, ніж на продаж, але, як свідчать результати досліджень Cowles, кількість тижнів, коли фондовий ринок зростає і падає, однакова [77, 78].

Історія біржової діяльності накопичила значну кількість прикладів некомпетентності та неадекватності як технічного, так і фундаментального аналізу. Зокрема, фундаментальні аналітики не завжди повідомляють, що вони думають насправді. Свідченням цього є скандал, пов'язаний з аналітиками Merrill Lynch, які генерували два типи прогнозів – зовнішні, призначені клієнтам, та внутрішні, що використовувалися в самій компанії. Відповідно одна й та сама акція у внутрішніх прогнозах могла характеризуватися як безнадійна, а у зовнішніх – як украй перспективна з рекомендацією купувати [143].

Одним із найбільш резонансних прикладів, пов'язаних із неадекватністю технічного аналізу, є історія з фондом LTCM (один із найбільших хеджевих фондів у світі свого часу). Цей хедж-фонд торгував на основі математичних моделей М. Скоулза та Р. Мертона (розробники моделі Блека-Скоулза, за яку в 1997 році отримали Нобелівську премію з економіки). Методологічні недоліки та невідповідність моделі поточній ринковій ситуації та стану і поведінці ринків призвели до того, що в 1998 році фонд змушений був ініціювати процедуру банкрутства, а наслідки його діяльності ледь не призвели до початку світової фінансової кризи [94].

Таким чином, питання доцільності та ефективності фундаментального і технічного аналізу для прогнозування майбутніх цін та аналізу біржової інформації в цілому є вкрай неоднозначним. Але оскільки саме ці два методи є найбільш розповсюдженими в середовищі біржових практиків, вважаємо за доцільне більш детально зупинитися на їх характеристиці.

Історично першим виник фундаментальний аналіз. Точної дати чи певної наукової праці, які могли б виступати в якості точки відліку, не існує, притому очевидно, що спроби логічного аналізу поведінки цін залежно від тих чи інших факторів беруть свій початок із появою самих біржових торгів. Тим не менш, науковим цей метод став лише на початку ХХ сторіччя з публікацією ряду наукових праць, серед яких варто відмітити роботи Дж. Вільямса, Грема і Додда (тридцять років ХХ сторіччя) [93, 147].

Мета фундаментального аналізу цінних паперів полягає в знаходженні та визначенні всіх економічних змінних, які впливають на майбутні доходи від фінансових активів. Ці фундаментальні змінні вимірюють різні економічні обставини, починаючи від макроекономічних (інфляція, процентні ставки, ціни на нафту,

реcesія, безробіття тощо), галузеві (конкуренція, попит/пропозиція, технологічні зміни тощо) до аналізу та оцінки обставин, що характеризують специфіку конкретних компаній (зростання компанії, дивіденди, доходи, позови, страйки тощо). На основі цих фундаментальних складових аналітик намагається визначити справжню цінність (фундаментальну вартість) тих чи інших фінансових активів.

Відповідно до базових економічних теорій фірми фундаментальна вартість активу повинна дорівнювати дисконтованій вартості всіх майбутніх грошових потоків, які генеруватиме актив. В якості коефіцієнту дисконтування виступає процентна ставка плюс премія за ризик. Таким чином фундаментальний аналітик повинен також визначити очікування щодо майбутніх змін процентної ставки.

Фундаментальна вартість активу базується на історичних даних, що характеризують той чи інший актив та його здатність генерувати грошові потоки, а також очікування щодо майбутнього розвитку подій (наприклад, зростання обсягів грошових потоків, що генерує актив). Таким чином, тільки нові факти про економічні зміни можуть змінити фундаментальну вартість активу. Якщо обчислене значення фундаментальної вартості вище (або нижче), ніж ринкова ціна, то аналітик робить висновок, що ринок переоцінює (або недооцінює) активи. Відповідно у випадку переоцінки активу ринком слід відкривати короткі позиції, а у випадку недооцінки – навпаки, довгі.

Фундаментальний аналіз виділяє чотири групи чинників, що безпосередньо впливають на ринок:

- економічні;
- політичні;
- чутки та очікування;
- форс-мажорні події.

Філософія фундаментального аналізу полягає в тому, що коли достатня кількість трейдерів (інвесторів) зрозуміють, що ринок невірно оцінює той чи інший актив, ринковий механізм попиту/пропозиції змусить ціну активу наблизитися до його фундаментальної вартості. Вважається, що фундаментальні аналітики, які мають кращий доступ до інформації і які мають більш складну систему її інтерпретації та оцінки впливу, будуть заробляти більше, ніж аналітики, які мають менше доступу до інформації та мають менш складну систему інтерпретації і оцінки важливості інформації.

Тим не менш очевидно, що неможливо оцінити вплив на фундаментальну вартість усіх можливих факторів, їхню величину та характер

впливу. Тому результативність та працездатність фундаментального аналізу досить часто ставиться під сумнів [94].

Антиподом фундаментального аналізу є технічний аналіз, що являє собою метод прогнозування руху цін на базі минулих значень цін, обсягу та відкритого інтересу. Прінг (2002) пропонує наступне визначення технічного аналізу: це підхід до інвестицій, який базується на ідеї, що ціни рухаються направлено, а їхній напрямок визначається зміною ставлення інвесторів під впливом різних сил – економічних, політичних та психологічних. Мистецтво технічного аналізу (Прінг використовує саме термін «мистецтво»), полягає у визначенні тренда на відносно ранній стадії і використанні цієї тенденції для прогнозування та прийняття торгових рішень, поки критична маса свідчень не доведе, що тенденція змінилася [125].

Технічний аналіз включає в себе різні техніки прогнозування, такі, як графічний аналіз, аналіз та розпізнавання паттернів, циклічний та статистичний аналіз, побудова комп'ютерних технічних торговельних систем тощо.

Своїй появі технічний аналіз завдячує Чарльзу Доу, редактору Wall Street Journal, який на початку двадцятого сторіччя визначив базові принципи та методологію технічного аналізу. Науковий розвиток теорія Доу отримала в роботах В. Гамільтона (1922), Р. Рі (1932) [129, 96].

Ч. Доу вважав, що очікування учасників біржових торгів щодо майбутнього стану економіки країни матеріалізуються у вигляді ринкових ордерів, які, у свою чергу, спричиняють рух цін на біржові активи. Причому рух цін, як правило, випереджає безпосередню появу тих подій, на які вони відреагували.

Теорія Доу припускає, що вся інформація врахована в середніх значеннях ціни на біржові активи, отже, немає іншої інформації, необхідної для прийняття торгових рішень. Доу виділяє три типи рухів ринку: первинний (також називається основним), вторинний (проміжний) і третинний (другорядний). Причому ці рухи є направленими вгору або вниз. Направлені рухи цін називаються трендами (тенденціями). Таким чином, основною метою технічного аналізу є виявлення зміни тренда на ранній стадії. Другорядні тренди (третинні), як правило, набагато більше залежать від випадкових подій і новин, ніж вторинні та первинні тенденції, тому їх значно важче визначити. Згідно з теорією Доу тренди діляться на бичачі (зростаючі) та ведмежі (падаючі).

Теорія Доу ґрунтується на філософії Ч. Доу, який вважав, що сигнали за окремими біржовими активами мають підтверджуватися

сигналами від інших активів або ринку в цілому. Наприклад, зростання курсу акцій компанії Apple в ідеалі має підтверджуватися зростанням індексу Dow-Jones. Таким чином, якщо дві середні зростають одночасно – час купувати, а якщо падають – продавати. Якщо ж середні розходяться (рухаються різнонаправлено), виникає свого роду попереджувальний сигнал щодо неясності ситуації на ринку. Також теорія Доу стверджує, що обсяги торгів мають змінюватися синхронно з головним трендом. Мається на увазі, що у випадку наявності зростаючого тренду на ринку, якщо ціни зростають, обсяг торгів повинен збільшитися, якщо ціни падають при бичачому тренді, обсяг торгів теж має падати. Незважаючи на те, що теорія Доу стала основою сучасного технічного аналізу, варто відмітити, що сам Ч. Доу швидше сповідував фундаментальний аналіз, використовуючи середні для вимірювання ринкових циклів, а не для генерації торговельних сигналів.

Після робіт Гамільтона та Рі наукова база технічного аналізу була розширена і уточнена Р. Едвардсом, Д. Магі, У. Уайлдером та Д. Мерфі [119, 137, 138] Саме їхні роботи перетворили технічний аналіз у стандартний інструмент аналізу біржової діяльності, що використовується багатьма фінансовими практиками для прогнозування майбутнього руху цін на будь-які види фінансових активів, починаючи з акцій та облігацій, закінчуючи ф'ючерсами та опціонами.

Центральною позицією технічного аналізу є твердження, що ціни враховують усе. Тобто не має потреби моніторити та аналізувати економічні новини, оскільки всі вони вже відображені в ціні, достатньо лише подивитися на графік. Логіка в даному випадку наступна: якщо ринок робить цифри (значення цін) з інформації, то має бути можливість і зворотного процесу – отриманні інформації із цифр (цін) [70].

Прогнозування цін на базі технічного аналізу засноване на даних (результатах) попередніх торгів, найбільш важливими серед яких є:

- ціни;
- обсяги торгів.

Як і будь-яка теорія, технічний аналіз має свої постулати. Основними з них є наступні:

1. Рухи цін на активи включають у себе всі фактори. Це означає, що ціни чутливі до всіх зовнішніх чинників, будь-то виступ американського президента, інформація про рівень інфляції в Мексиці або ураган у Каліфорнії. Згідно з теорією Доу будь-який

фактор, який може вплинути на попит або пропозицію, завжди знайде своє відображення в ціні. Звичайно, землетруси і цунамі непередбачувані, але вони миттєво враховуються ринком та відображаються в динаміці цін.

2. Ціни рухаються спрямовано. Це означає, що цінові рухи не є випадковими і рухаються в певному напрямку. Спрямований рух називається трендом. Тренди бувають трьох видів: бичачий (рух угору), ведмежий (рух вниз) та флет (ціни рухаються в певному діапазоні).

3. Історія повторюється. Даний постулат базується на існуванні паттернів – типових структур, що відображають цінову динаміку та зустрічаються час від часу. Їхнє існування пов'язують з особливостями людської психології.

В якості додаткових виділяють також:

- індекси мають підтверджувати один одного – будь-який торговий сигнал має підтверджуватися (генеруватися) сигналами інших індексів (індикаторів).

- обсяг торгів має підтверджувати тренд – обсяг торгів повинен збільшуватися в напрямку основної тенденції.

- тенденція існує доти, доки не з'являються явні сигнали, що вона змінилась.

Методологія технічного аналізу для різних типів біржових ринків однакова. Усе різноманіття методів технічного аналізу умовно можна розділити на три групи (рис. 3.7).

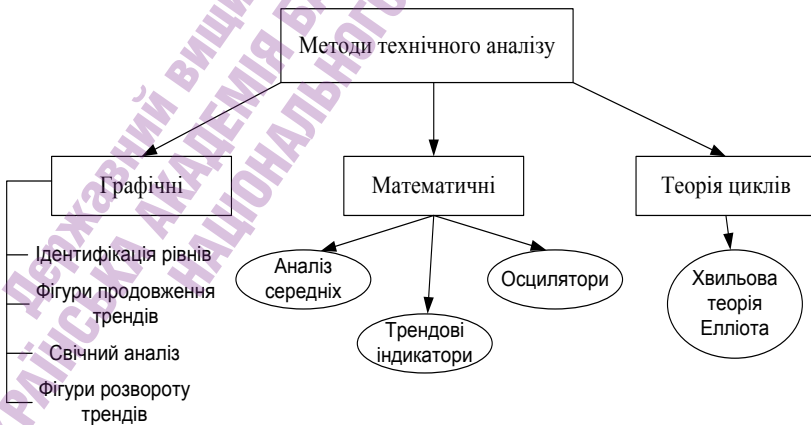


Рис. 3.7. Класифікація методів технічного аналізу

Дамо стислу характеристику основних методів технічного аналізу.

1. Графічні методи. До графічних відносять ті методи, що використовують для прогнозування візуальний аналіз цінової динаміки. Головною перевагою цих методів є простота використання. Основним недоліком вважається надзначна суб'єктивність (різні технічні аналітики на одному графіку можуть побачити різні графічні фігури та зробити різні висновки за результатами аналізу). У цілому ці методи є важливою і необхідною складовою технічного аналізу та достатньо ефективні в поєднанні з іншими методами.

2. Математичні методи. Поява і розвиток цих методів пов'язується з розвитком комп'ютерних технологій, оскільки вони вимагають проведення значної кількості громіздких обчислень. Як правило, базою для побудови та розробки методів цієї групи виступають елементи теорії ймовірностей, статистичний аналіз, аналіз рядів даних тощо. Методи цього типу генерують сигнали на купівлю та продаж самостійно, що призводить до того, що більшість трейдерів використовують їх, особливо не вникаючи в суть та принцип їх роботи. Основні математичні методи включають у себе: аналіз з використанням середніх, трендові індикатори та осцилятори.

3. Теорії циклів. Теорія циклів більш розвинена на теоретичному, ніж на практичному рівні. Вона вивчає закономірності циклічних коливань різних процесів. Шляхом визначення фази циклу руху ціни робляться висновки щодо її майбутнього руху.

Технічний аналіз на сьогодні є одним із найбільш розповсюджених методів аналізу біржової діяльності, якому присвячені тисячі книжок, журналів та наукових публікацій, на його базі створені спеціальні торговельні системи (торгові роботи), що є превалюючими учасниками на сучасних бірж. Штат будь-якої інвестиційної чи брокерської компанії, банку чи іншої фінансової компанії, що має справу з аналізом біржової діяльності, обов'язково містить посаду(и) технічних аналітиків.

Наведемо деякі статистичні дані щодо поширеності та рівня використання технічного аналізу в сучасному фінансовому середовищі.

Тейлор та Аллен (1992) у 1988 році від імені Банку Англії провели опитування серед головних валютних дилерів у Лондоні. Воно показало, що як мінімум 90 відсотків респондентів орієнтувалися на результати технічного аналізу при проведенні оцінки поточного та майбутнього стану ринку. Значна частка головних дилерів розглядає технічний та фундаментальний аналіз в якості додаткових форм аналізу, частина з них припускає, що результати технічного аналізу є

самодостатніми. В якості додаткового аргументу щодо необхідності та важливості використання технічного аналізу наводиться думка, що оскільки багато трейдерів використовують його при прийнятті рішень, він таким чином може впливати на ринкові ціни [135].

Menkhoff (1998) провів анкетування серед валютних дилерів банків та інвестиційних фондів у Німеччині в серпні 1992 року. Він дійшов до висновку, що багато учасників ринку використовують технічний аналіз в якості інструменту з аналізу біржових ринків [114].

Чонг та Чин (1999) провели поштове опитування серед американських валютних трейдерів у період між жовтнем 1996 року і листопадом 1997 року. Результати показують, що в цей період технічна торгівля превалювала над фундаментальною (30 % трейдерів проти 25 % відповідно) [34].

Аналогічні дослідження, проведені Ірвіном та Брорзенем (1985, 1987), Білінгсі та Чансом (1996), Чонгом та Вонгом (2000), Чінном та Маршем (2000) підтверджують, що технічний аналіз широко використовується учасниками біржових торгів на різних ринках при прийнятті ними рішень. Нами було систематизовано результати різного роду опитувань та наукових досліджень, присвячених ролі і значенню технічного аналізу в практичній діяльності учасників біржових торгів, інвесторів тощо. Результати представлені в таблиці 3.2.

Як відмічалось раніше, технічний аналіз сам по собі є одним із головних факторів, що визначає рух цін на біржові активи. Дослідження, проведене Групою Тридцяти в 1985 році показало, що 97 % опитуваних представників банків та 87 % представників інвестиційних фондів вважають, що технічний аналіз здійснює значний вплив на ринок [94].

Якщо проаналізувати структуру торгів провідних біржових майданчиків світу, то можна побачити, що більше половини обсягів торгів (а це трильйони доларів на день) припадають на операції торгових робіт, дії яких базуються на алгоритмах, побудованих із використанням технічного аналізу [36].

Варто відмітити, що популярність та значимість технічного аналізу протягом двадцятого сторіччя демонструвала тенденцію до постійного зростання. Так, за даними журналу «Euromoney» в 1978 році з 22 опитуваних фірм, що займалися прогнозуванням цін на біржові активи, 19 використовували, в основному, фундаментальний аналіз при прийнятті рішень і лише 3 – технічний. Десять років потому (1988 рік) ситуація змінилася радикально – із 25 опитуваних фірм лише 7 використовували фундаментальний аналіз, натомість 18 при прийнятті рішень орієнтувалися на результати технічного аналізу [91].

Таблиця 3.2. Роль і місце технічного аналізу в сучасній методології аналізу біржової діяльності

Автори дослідження	Стисла характеристика дослідження	Результати дослідження
Taylor and Allen (1992) [135]	Опитування в 1988 році від імені Банку Англії серед головних валютних дилерів у Лондоні.	Принаймні 90 відсотків респондентів констатували вплив технічного аналізу на формування прогнозів та прийняття рішень
Menkhoff (1998) [114]	Анкетування серед валютних дилерів банків та інвестиційних фондів у Німеччині в серпні 1992 року	Більшість учасників ринку використовують технічний аналіз в якості інструменту з аналізу біржових ринків
Cheung and Chinn (1999) [74]	Поштове опитування серед американських валютних трей-дерів у період між жовтнем 1996 року та листопадом 1997 року	Технічна торгівля превалювала над фундаментальною (30 % трейдерів проти 25 % відповідно)
Група Тридцяти (1985) [94]	Опитування думок учасників ринку щодо специфіки функціонування валютного ринку в 1985 році	97 % опитуваних представників банків та 87 % представників інвестиційних фондів вважають, що технічний аналіз здійснює значний вплив на ринок
Brorsen and Irwin (1987) [73]	Опитування консультативних груп великих ф'ючерсних фондів у 1986 році	Більше половини радників відповіли, що вони поклалися на комп'ютерні технічні торгові системи при складанні прогнозів та рекомендацій
Lui and Mole (1998) [120]	Опитування валютних дилерів у Гонконзі в 1995 році	Дилери вважають, що технічний аналіз був більш корисним, ніж фундаментальний аналіз у прогнозуванні та визначенні тенденцій і точок повороту
Cheung and Wong (2000) [94]	Опитування практиків на міжбанківському валютному ринку в Гонконзі, Токіо та Сінгапурі в 1995 році	Близько 40 % дилерів вважає, що технічні торгові системи є основним фактором, що визначає обмінний курс у середньостроковій перспективі
Cheung and Chinn (2001) [75]	Опитування американських валютних трейдерів, проведене в 1998 році	Близько 30 % трейдерів вказали, що технічний аналіз найкраще відповідає їхнім торговим стратегіям. Близько 31 % торговців відповіли, що торгівля на базі технічного аналізу є основним фактором, що визначає зміни валютного курсу на часовому обрії до 6 місяців
Oberlechner (2001) [120]	Опитування валютних трейдерів і фінансових журналістів у Франкфурті, Лондоні, Відні та Цюріху в 1996 році	Для валютних трейдерів технічний аналіз був більш важливим інструментом прогнозування, аніж фундаментальний аналіз на часовому горизонті до 3 місяців, а для фінансових журналістів він був більш важливий на горизонті до 1 місяця

Незважаючи на таку популярність та розповсюдженість технічного аналізу, його цінність з наукової точки зору під великим питанням. Зокрема, Гіпотеза ефективного ринку цілком і повністю заперечує працездатність технічного аналізу, аргументуючи це тим, що на ефективних ринках будь-які спроби отримати прибуток за рахунок використання наявної інформації марні, оскільки ринки є інформаційно ефективними [86]. У сучасній науковій літературі існує значна кількість критиків як технічного аналізу в цілому, так і результатів, що він або його окремі методи показують.

Однією з головних проблем технічного аналізу (і тому досить часто його називають не наукою, а мистецтвом) є значний рівень суб'єктивізму в інтерпретації результатів технічного аналізу. Це стосується, у першу чергу, візуального розпізнавання певних паттернів (різні технічні аналітики на одному й тому ж самому графіку можуть побачити зовсім різні графічні фігури, а частина може взагалі їх не побачити), інтерпретації сигналів індикаторів щодо наявності/відсутності трендів, точок розвороту (оскільки одні індикатори можуть сигналізувати про наявність на ринку тенденції, інші ж, навпаки, даватимуть сигнали про її відсутність). До того ж, як зауважують Osler та Chang (1995), ефективність технічного аналізу під великим питанням, оскільки результати його застосування досить часто є некоректними з наукової точки зору (результати розглядаються на ізольованих часових проміжках, тобто вибірка є нерепрезентативною, не проводиться оцінка статистичної значущості результатів, не враховуються транзакційні витрати при оцінці ефективності тієї чи іншої технічної стратегії тощо) [121].

Таким чином, технічний і фундаментальний аналіз є сучасними методами зі зниження інформаційної асиметрії навколо тих чи інших біржових активів. Працездатність технічного аналізу, як і ефективність фундаментального, залишається неоднозначним питанням як у середовищі науковців-теоретиків, так і серед практиків. Це обумовлює необхідність подальшого розвитку їх методології з метою підвищення їхньої результативності та якості.

3.3 Аналіз та оцінка взаємного впливу біржових активів як база для побудови торгової стратегії інституційного інвестора на основі арбітражу

Як відзначалося раніше, питаннями прогнозування цін на біржові активи займаються дві сфери наукової діяльності: технічний

аналіз та фундаментальний аналіз. Їхнє застосування інституційними інвесторами є обов'язковим, але в залежності від виду обраної стратегії управління інвестиційним портфелем (активна чи пасивна) перевага може віддаватися одному з них. Наприклад, недержавні пенсійні фонди більше зацікавлені в поступовому зростанні загальної вартості активів без приділення значної уваги щоденним коливанням їх цін, тому НПФ, як правило, обирають пасивну стратегію. У той же час взаємні фонди, особливо хеджеві і венчурні, будуть віддавати перевагу активній стратегії для того, щоб забезпечити високу дохідність сформованого інвестиційного портфеля.

Основні положення технічного аналізу ігнорують будь-які впливи ззовні на динаміку цін біржових активів, вважаючи, що поточне значення ціни і тенденція вже врахували всі можливі фактори впливу. Технічний аналіз має справу виключно з «матеріальними» аспектами (минулі ціни) біржового активу, тому вплив решти факторів повністю ігнорується або ж віддається на відкуп фундаментальному аналізу, який і «відповідає» за економічні, політичні, форс-мажорні та інші чинники.

Проте можна виділити деякі фактори фундаментального характеру, які цілком підлягають технічному аналізу або, принаймні, можуть стати одним із напрямів технічного аналізу.

Наприклад, свого часу по динаміці цін на нафту можна було достатньо легко і точно оцінити майбутню динаміку російського фондового ринку: ціни на нафту пішли вгору, індекс РТС зростатиме і навпаки. Подібна картина спостерігається і на інших біржових ринках, причому в якості орієнтиру («фокусу») ринку може виступати не тільки нафта, але і золото, дохідність казначейських облігацій США, індекси провідних фондових бірж тощо.

Порівняння динаміки цін на біржові активи показує, що в певні моменти часу між рухом різних по суті біржових інструментів існує чітка взаємозалежність. Знаючи про це, з'являються додаткові можливості щодо прогнозування змін ціни на певні активи, базуючись на даних динаміки інших, пов'язаних активів.

Оскільки база даних (котирування) по більшості біржових активів є у вільному доступі, існує принципова можливість не тільки проаналізувати кожен із них окремо, але й оцінити ступінь впливу одного біржового активу на інший.

Причому вплив можна оцінювати не тільки постфактум, але і в динаміці. Останнє дуже важливе, оскільки «фокуси» знаходяться в постійному русі. Сьогодні ринок певного активу може «фокусуватися» на нафті, через рік – на золоті, через 2 роки – на фондовому ринку і так далі.

В якості наочної ілюстрації приведеної вище гіпотези проілюструємо денні графіки нафти і пари EUR/USD за 2008 рік (рис. 3.8 та 3.9).



Рис. 3.8. Денний графік динаміки котирувань EUR/USD у 2008 році [116]



Рис. 3.9. Денний графік динаміки цін на нафту в 2008 році [116]

Як бачимо, графіки практично ідентичні. При тому, що вони демонструють динаміку абсолютно різних біржових інструментів – валютна пара і сировинний актив – нафта.

У той же час зіставлення тих же біржових інструментів у 2005 році дає абсолютно іншу картину (рис. 3.10 та 3.11).



Рис. 3.10. Денний графік динаміки котирувань EUR/USD у 2005 році [116]



Рис. 3.11. Денний графік динаміки цін на нафту 2005 році [116]

Таким чином, «фокуси» ринку не є постійними, а час від часу зміщуються. Проаналізуємо взаємозв'язки між основними біржовими активами протягом 2004-2008 рр., а також їхні зміни за цей період. В якості інструментів прогнозування виберемо міжнародний валютний ринок. Вибір даної сфери обумовлений тим, що на сьогоднішній день даний тип біржового ринку є найбільшим за обсягами та наявною ліквідністю.

В якості інструментарію для аналізу будемо використовувати парний кореляційний аналіз. По-перше, це набагато точніше й об'єктивніше, ніж просте порівняння графіків двох інструментів, по-друге, дозволяє кількісно оцінити «фокус» ринку, умовно кажучи, силу концентрації ринку на чомусь.

Зі всього різноманіття валютних пар нами були вибрані eur/usd, usd/jpy, usd/cad, aud/usd – валюти основних світових гравців плюс базові товарні валюти.

Що стосується «фокусів», то в різний час ними були або потенційно могли бути: ціни на золото, нафту, індекси фондових ринків (об'єктом нашого аналізу буде індекс Доу-Джонса), рівень процентних ставок ФРС, а також дохідність казначейських облігацій США.

Почнемо з аналізу трьох «фокусів» – нафта, золото, фондовий ринок. Дані для аналізу були взяті нами з архіву котирувань торгової платформи MetaTrader 4, що надані компанією MetaQuotes. Котирування від MetaQuotes цілком відповідають реальним котируванням на провідних світових біржах.

Аналіз для валютної пари EUR/USD за період 2004-2008 рр. представлений у таблиці 3.3.

Таблиця 3.3. Аналіз «фокусів» ринку для валютної пари EUR/USD за період 2004-2008 рр.

«Фокуси» ринку	2004	2005	2006	2007	2008	У середньому за п'ять років
Нафта	0,24	-0,66	0,13	0,96	0,82	0,77
Золото	0,85	-0,63	0,74	0,94	0,27	0,83
Фондовий ринок (індекс Доу-Джонса)	0,54	-0,13	0,65	0,57	0,11	0,71

У середньому впродовж п'яти років динаміка курсу валютної пари EUR/USD позитивно корелювала з нафтою, золотом та індексом

Доу-Джонса При цьому усередині періоду зв'язки поведилися вкрай нестабільно – від повної їх відсутності до сильних зв'язків, які з року в рік змінювали характер із прямих на зворотні.

Результати аналізу для валютної пари USD/JPY за період 2004-2008 рр. представлені в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4. Аналіз «фокусів» ринку для валютної пари USD/JPY за період 2004-2008 рр.

«Фокуси» ринку	2004	2005	2006	2007	2008	У середньому за п'ять років
Нафта	0,05	0,62	-0,57	-0,75	-0,55	0,06
Золото	-0,83	0,83	-0,53	-0,8	-0,49	0,16
Фондовий ринок (індекс Доу-Джонса)	-0,64	0,26	0,31	-0,05	0,32	0,45

Аналіз кореляційних зв'язків валютної пари USD/JPY показав, що в середньому за 5 років цей інструмент не був пов'язаний з динамікою нафти, золота або індексу Доу-Джонса. Це пояснюється не відсутністю зв'язків як таких, а з тим, що з року в рік вони змінювали напрям і силу, як результат це привело до підсумкової «незалежності» валютної пари.

Аналіз для валютної пари USD/CAD за період 2004-2008 рр. представлений у таблиці 3.5

Таблиця 3.5. Аналіз «фокусів» ринку для валютної пари USD/CAD за період 2004-2008 рр.

«Фокуси» ринку	2004	2005	2006	2007	2008	У середньому за п'ять років
Нафта	-0,61	-0,68	-0,44	-0,93	0,04	-0,91
Золото	-0,92	-0,86	-0,56	-0,8	-0,53	-0,9
Фондовий ринок (індекс Доу-Джонса)	-0,23	-0,35	0,03	-0,8	0,1	-0,82

Аналіз тісноти і напрямку зв'язку валютної пари USD/CAD та вибраних нами біржових активів показав, що протягом аналізованого періоду спостерігався стабільний і сильний негативний зв'язок із золотом. Індекс Доу-Джонса, не дивлячись на значний середній

показник (-0,82), окремо по роках показував нестабільний і досить слабкий зв'язок із динамікою USD/CAD. Нафта та USD/CAD у середньому впродовж п'яти років показували дуже сильну негативну кореляцію, при цьому в 2008 році зв'язок узагалі був відсутній.

Результати аналізу для валютної пари AUD/USD за період 2004-2008 рр. представлені в таблиці 3.6.

Таблиця 3.6. Аналіз «фокусів» ринку для валютної пари AUD/USD за період 2004-2008 рр.

«Фокуси» ринку	2004	2005	2006	2007	2008	у середньому за п'ять років
Нафта	-0,18	-0,37	-0,09	0,88	0,84	0,8
Золото	0,68	-0,56	0,6	0,77	0,39	0,84
Фондовий ринок (індекс Доу-Джонса)	0,65	-0,11	0,65	0,78	0,15	0,78

У середньому валютна пара AUD/USD тісно пов'язана з аналізованими нами біржовими активами (коефіцієнт кореляції складає близько 0,8). Проте для кожного з інструментів картина була різна. Тісна позитивна кореляція з нафтою забезпечена динамікою цін у 2007-2008 роках, при тому, що в решту років зв'язок був негативним, хоча і вельми незначним. Тісний позитивний зв'язок із золотом спостерігався впродовж більшості періодів, за винятком 2005 року, коли він був негативним. Узагалі слід зазначити, що 2005 рік був достатньо специфічний для AUD/USD з погляду кореляційних зв'язків.

Отже, аналіз кореляційних зв'язків між валютними парами і вибраними нами біржовими активами показав, що зв'язки, як правило, достатньо сильні, але при цьому вкрай нестабільні. В один рік зв'язок може бути сильним позитивним, а вже наступного року не менш сильним, але негативним. З одного боку, це підтверджує гіпотезу про те, що біржові активи здійснюють взаємний вплив, а з іншого підкреслює необхідність оновлення даних щодо рівня зв'язку, оскільки він перебуває у постійному русі.

Як альтернативу запропонованим нами вище біржовим інструментам, для того, щоб аналіз був повним, проаналізуємо наявність або відсутність зв'язків між курсом долара та грошово-кредитною політикою ФРС (динаміка процентних ставок), а також прибутковістю казначейських облігацій США. Результати аналізу наведені в таблиці 3.7.

Таблиця 3.7. Аналіз зв'язку динаміки курсу валютної пари EUR/USD та процентних ставок у США

	Ставка	Напрямок зміни	Кореляція
2004	2% - 3.25%	підвищення	0,70
2005	3.25% - 5.25%	підвищення	-0,89
2006	5.25% - 6.25%	підвищення	0,84
2007	6.25% - 4.75%	зниження	-0,89
2008	4.75% - 2.25%	зниження	-0,80

Зв'язок між динамікою курсу валютної пари EUR/USD та процентних ставок у США досить значний і підтверджує в цілому положення макроекономіки про особливості взаємодії грошово-кредитної політики та валютного курсу. Виключенням у даному випадку є 2005 рік, коли напрям зв'язку був нехарактерним.

Результати аналізу зв'язку динаміки курсу валютної пари EUR/USD та прибутковості казначейських облігацій США наведені нами в таблиці 3.8.

Таблиця 3.8. Аналіз зв'язку динаміки курсу валютної пари EUR/USD та прибутковості казначейських облігацій США

Рік	1-місячні	3-місячні	6-місячні	річні	10-річні	20-річні
2004	0.65	0.64	0.55	0.44	-0.34	-0.50
2005	-0.85	-0.87	-0.85	-0.84	-0.11	0.27
2006	0.71	0.77	0.72	0.62	0.18	0.20
2007	-0.80	-0.88	-0.90	-0.90	-0.68	-0.59
2008	-0.84	-0.85	-0.78	-0.72	-0.33	0.00
Усього	-0.03	-0.05	-0.07	-0.12	-0.36	-0.36

Цифри говорять про те, що короткострокові казначейські облігації знаходяться в достатньо тісному взаємозв'язку з курсом EUR/USD, хоча цей зв'язок і дуже мінливий з погляду напрямку. У довгострокових облігацій (термін погашення більше року) зв'язку не простежувалося.

Як елемент додаткового аналізу, оцінимо зв'язки між прибутковістю казначейських облігацій США і процентних ставок ФРС. Результати розрахунків представлені в таблиці 3.9.

Підвищення процентної ставки має бути поштовхом до зростання прибутковості казначейських облігацій, інакше в інвесторів з'являються цікавіші альтернативи для капіталовкладень. Проте на практиці виникали ситуації як прямо протилежні, так і просто

нейтральні. Отже, для короткострокових облігацій (до року включно) закони макроекономіки працюють на всі 100 % кореляція практично дорівнює 1, у той же час для облігацій більше року чіткого зв'язку не простежується.

Таблиця 3.9. Аналіз зв'язку динаміки прибутковості казначейських облігацій США і процентних ставок у США

Рік	1-місячні	3-місячні	6-місячні	річні	10-річні	20-річні
2004	0.96	0.96	0.93	0.83	-0.21	-0.43
2005	0.94	0.98	0.98	0.97	0.37	-0.03
2006	0.87	0.95	0.92	0.83	0.31	0.29
2007	0.86	0.93	0.95	0.96	0.80	0.71
2008	0.89	0.89	0.88	0.80	0.22	-0.19
Усього	0.98	0.98	0.98	0.97	0.64	0.09

Звичайно, складно сказати, чи виступають «фокуси» ринку рушійними чинниками. Але цифри говорять достатньо однозначно про те, що зв'язок між ринком (представленим у даному випадку тією або іншою валютною парою) і певним «фокусом» присутній. Знаючи про це, визначивши поточний «фокус» ринку і характер взаємозв'язку, можна робити висновки щодо майбутньої зміни ціни одного активу, базуючись на даних цінової динаміки іншого активу.

Головною проблемою, з погляду практичної реалізації запропонованих положень, є пошук точок зміни «фокусу», тобто коли ринок змінює акцент з одного показника на інший або змінюється характер зв'язку між біржовими активами. В якості сигналів зміни «фокусів», на нашу думку, доречно розглядати систематичне падіння рівня кореляції.

Отже, проведений аналіз показав, що біржові активи активно взаємодіють один з одним, здійснюючи взаємний вплив. Кількісна оцінка цих зв'язків показала, що вони досить істотні. Проте зв'язки між інструментами дуже нестабільні, від майже 100 % прямої залежності до аналогічної по силі, але зворотної за напрямом.

Отримані результати відкривають можливості для поліпшення якості прогнозування цін на ті чи інші біржові інструменти і відповідно можливості спекулятивного заробітку на коливаннях цін біржових активів.

Спробуємо визначити базові принципи та методологію прогнозування цін на біржові активи на основі теорії ринкових «фокусів». Ціни на біржові активи перебувають у постійному русі. У випадку сильної кореляції між двома активами їхні ціни мають

змінюватися синхронно відносно один одного. У той же час виникають ситуації, коли зміна ціни на один з активів не супроводжується адекватними аналогічними змінами в цінах іншого активу. Для опису цих випадків пропонується використовувати терміни «дивергенція» (розходження) та «конвергенція» (сходження). У нормальному стані ринки синхронізовані, тобто ціни змінюються більш менш одночасно і в адекватних пропорціях (йдеться про сильнокорельовані активи). У такому випадку можна стверджувати про стан конвергенції. Але існують моменти, коли ринки відхиляються від норми, ціни на активи змінюються несинхронно. У таких випадках будемо говорити, що ринки перебувають у стані «дивергенції». Аналіз коефіцієнта кореляції між двома активами дозволяє визначити, що є нормальним станом ринку, а також розрахувати розмір розбіжності, тобто рівень відхилення від нормального стану. Оскільки типовим (нормальним) станом ринку є конвергенція, у разі виникнення дивергенції ринок буде намагатися повернутися до рівноваги – у нормальний стан. Таким чином, ідентифікація дивергенцій дає можливість для спекулятивного прибутку.

Пояснимо виділені стани ринку (дивергенції та конвергенції) за допомогою коефіцієнта кореляції, тобто визначимо особливості практичного використання попередніх результатів дослідження взаємного впливу біржових активів. Якщо коефіцієнт кореляції більше 0,7-0,8 і є позитивним, це означає, що між біржовими активами існує тісний зв'язок і він позитивний (прямий). У цьому випадку нормальний стан ринку можна охарактеризувати наступним чином: зростання цін на один з активів буде супроводжуватися ростом цін пов'язаного з ним активу. І навпаки, падіння цін в одному з пов'язаних активів буде супроводжуватися падінням ціни на інший пов'язаний актив.

Стан дивергенції утворюється, коли ціна одного з пов'язаних активів зростає, а ціна іншого активу при цьому не змінюється або навіть знижується. У цьому випадку ринок буде намагатися відновити рівновагу. Причому для досягнення рівноважного стану ціна першого активу має падати, а другого – не змінюватись або навіть зростати. Або другий актив буде рости, а перший не буде активно зростати або навіть падатиме.

З практичної точки зору це означає, що у разі розбіжностей, описаних вище, є сенс продавати перший актив і купувати другий. Відновлення балансу призведе до спекулятивного прибутку.

Коефіцієнт кореляції може виступати в якості індикатора сходження або розходження двох «однакових» активів. Наприклад,

за умови сильної позитивної кореляції між двома активами можемо зробимо висновок, що в разі значної зміни ціни одного активу в ціні іншого активу відбуватиметься еквівалентна зміна.

Отже, взаємозв'язки між окремими фінансовими активами, що встановлюються на ринку у певні моменти часу і проявляються в наявності високого рівня кореляції між фінансовими активами, дозволяють вести відносно безризикову торгівлю на основі арбітражу.

Арбітраж – одночасна купівля і продаж ідентичних або еквівалентних фінансових інструментів або товарних ф'ючерсів з метою отримання вигоди внаслідок невідповідності їх цінних співвідношень.

Візьмемо в якості прикладу валютну пару євро/долар та ф'ючерси на нафту влітку 2008 року. Дані активи важко назвати ідентичними або еквівалентними. Однак, з точки зору математики, вони такими були (або, принаймні, були близькими до цього), про що свідчить значення коефіцієнта кореляції між ними того часу більше 0,8. Отже, поки рівень кореляції між ними залишався високим, можна було використовувати арбітраж для заробітку на динаміці зміни їхньої цін.

Що стосується практичної реалізації даної тези, то можливий наступний методичний підхід. По-перше, з метою підтвердження належного рівня кореляції розраховується коефіцієнт кореляції, який базується на даних денних графіків (будемо називати її повільна кореляція). Що стосується періоду, то максимум це рік, але швидше за все період слід вибирати менший, щоб встигнути зреагувати на зміну даного фокусу ринку і не понести збитків.

Далі здійснюється внутрішньоденний аналіз рівня кореляції між активами (так звана швидка кореляція), і в точках, коли ціни інструментів максимально розходяться, тобто внутрішньоденний рівень кореляції максимально не відповідає рівню повільної кореляції (виникнення дивергенції), здійснюється одночасний вхід у протилежні позиції – у даному випадку це може бути купівля нафти з одночасним продажем еквівалентного обсягу з точки зору вартості пункту валютної пари євро/долар. Далі, у міру усунення розбіжності, у точці сходження (умовно кажучи, точці конвергенції, в її якості можна брати момент, коли внутрішньоденна кореляція дорівнює рівню повільної кореляції між інструментами), позиції ліквідуються з великою часткою ймовірності одна з них буде закрита зі збитками, а друга з прибутком, причому прибуток буде перевищувати збитки.

Проілюструємо на конкретному прикладі, як це працює.

10 грудня 2008 року близько 17 години виникла ситуація розбіжності ціни нафти і пари євро/долар. Драйвером розбіжності

виступила нафта, яка продемонструвала значне зниження ціни (див. рис. 3.12) при відсутності аналогічної реакції з боку валютної пари євро/долар (див. рис. 3.13). Таким чином виникла дивергенція.



Рис. 3.12. Динаміка зміни ціни на нафту 10 грудня 2008 року (графік із погодинною розбивкою)



Рис. 3.13. Динаміка зміни ціни валютної пари євро/долар 10 грудня 2008 року (графік із погодинною розбивкою)

Відповідно до зроблених нами припущень дана розбіжність мала усунутися протягом деякого проміжку часу. Ліквідація дивергенції могла відбутися за рахунок:

1) при випереджаючому зростанні ціни на нафту відносно динаміки ціни валютної пари євро/долар;

2) при випереджаючому падінні вартості валютної пари євро/долар щодо вартості нафти.

Виходячи з цього, можна було прийняти рішення про відкриття наступних позицій:

1) купівля нафти за ціною 41,8;

2) продаж євро/долар за ціною 1,2980.

Протягом наступної години сталося сходження, тобто вирівнювання цінової динаміки. У результаті в точці максимального сходження позиції мали бути закриті:

1) купівля нафти була закрыта за ціною 46. Фінансовий результат цієї операції склав 420 пунктів або 10,05 %;

2) продаж євро/долара був закритий за ціною 1.3050 і приніс збиток у розмірі 70 пунктів або -0,54 %.

Таким чином, загальний фінансовий результат склав $10,0\% - 0,54\% = +9,51\%$.

Даний приклад, звичайно, багато в чому характеризує оптимальні дії трейдера, які на практиці швидше за все не зможуть бути реалізовані настільки ефективно. Тим не менш, у першому наближенні працездатність арбітражної торгівлі на базі дивергенцій/конвергенцій, на наш погляд, підтверджується.

Це загальний методичний підхід. Практична його реалізація повинна здійснюватися шляхом розробки торгової стратегії, параметри якої повинні визначатися в результаті ретроспективного тестування.

Таким чином, ми маємо базову ідею: торгівля на тимчасових розбіжностях у вартості активів, що мають у загальному випадку схожу динаміку руху.

Отже, потрібний критерій, що визначає величину розбіжності, а також підтверджує наявність стійкого зв'язку між біржовими активами. До цього в роботі для визначення зв'язку між різними видами активів ми використовували коефіцієнт кореляції як відносно простий, але в той же час ефективний інструмент для оцінки ступеня зв'язку між біржовими активами, а також типу цього зв'язку (прямий або зворотний).

На наш погляд, використання коефіцієнтів кореляції в якості критерію сходження/розходження є простим та ефективним інструментом, який можна покласти в основу побудови торгової стратегії.

Очевидним є те, що, з одного боку, необхідно оцінити загальний рівень кореляції між певними інструментами, а також слід визначити точки дивергенції/конвергенції динаміки цін біржових активів щодо один одного та щодо загального рівня кореляції.

Нами пропонується в якості загального рівня кореляції використовувати коефіцієнт кореляції, розрахований на базі денних змін ціни з аналізом даних протягом певного періоду (це може бути місяць, квартал, півріччя тощо параметр необхідно визначити в результаті тестування стратегії). Таку кореляцію будемо називати «повільною».

Що стосується показника конвергенції/дивергенції, то для нього можна використовувати значення коефіцієнта кореляції для коротких часових інтервалів (15 хвилин, годину), взятих із відносно невеликим періодом (5, 7, 12 тощо аналогічно попередньому показнику, період необхідно визначити в результаті тестування стратегії). Такий коефіцієнт кореляції будемо називати «швидкою» кореляцією.

Відповідно при рівні «повільної» кореляції між двома інструментами, що перевищує, скажімо 0,5, проводиться аналіз на предмет наявності розбіжності. І якщо в даному випадку коефіцієнт «швидкої» кореляції опуститься нижче нуля, це буде чітким сигналом щодо наявності розбіжності та сигналом для відкриття позицій. Коли ж після деякого проміжку часу відбудеться сходження, тобто «швидка» кореляція досягне рівня «повільної» – це буде сигналом для закриття відкритих позицій.

Проаналізуємо принципову працездатність запропонованої методики (алгоритму).

Для цього продемонструємо динаміку «швидкого» коефіцієнта кореляції між валютною парою євро/долар та нафтою з періодом 12 (див. рис. 3.14 та рис. 3.15).

Як бачимо, діапазон «швидкої» кореляції більш ніж широкий, і періодично виникають розбіжності з «повільною» кореляцією (загальним рівнем кореляції). При цьому відзначимо, що коефіцієнт «швидкої» кореляції прагне усунути розбіжність, тобто повернутися до рівноважного стану, який знаходиться в області загального рівня кореляції.

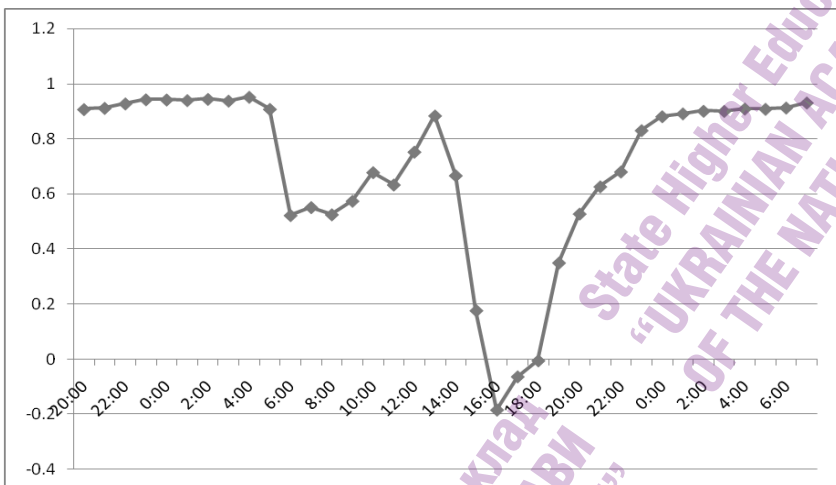


Рис. 3.14. Динаміка коефіцієнта «швидкої» кореляції за період 19-21 серпня 2008 р.

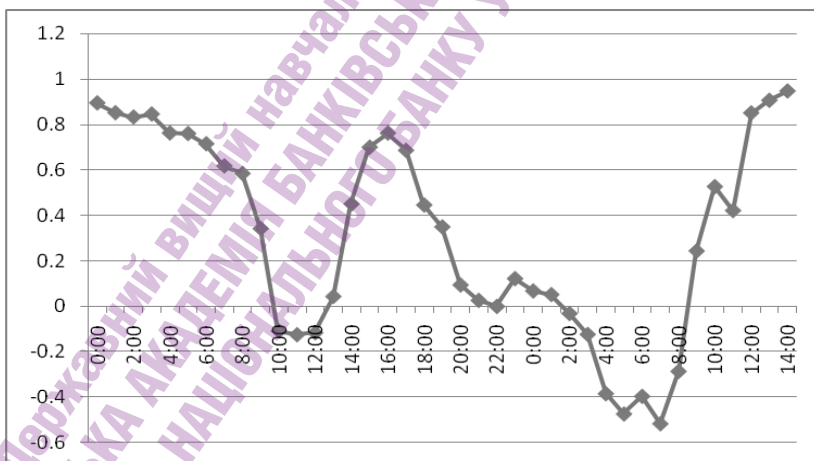


Рис. 3.15. Динаміка коефіцієнта «швидкої» кореляції за період 25-26 серпня 2008 р.

При цьому рівень «повільної» кореляції за серпень місяць мав наступний вигляд, див. рис. 3.16 (період розрахунку коефіцієнта кореляції 30 днів).

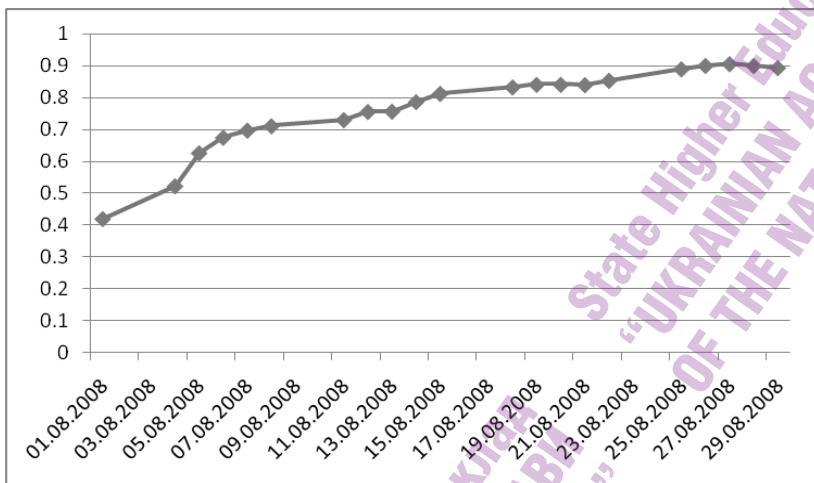


Рис. 3.16. Динаміка денного коефіцієнта кореляції за серпень 2008 року (період 30 днів)

Як бачимо, коефіцієнт «повільної» кореляції демонстрував чітку тенденцію до збільшення з рівня в 0,5 на початку місяця до 0,85 наприкінці. Значення коефіцієнта кореляції свідчило про наявність сильного зв'язку між двома елементами, причому цей зв'язок із часом збільшувався.

Проте коефіцієнт «швидкої» кореляції періодично показував прямо протилежні тенденції, часом навіть перебуваючи в негативних зонах. Це були аномальні явища, і вони мали б бути короткостроковими. Як бачимо з графіків (4.7 та 4.8), вони такими і виявилися. Знаючи про те, що на ринку періодично виникають аномалії, знаючи, що вони короткострокові, а головне – володіючи інструментарієм для визначення їхньої наявності, можна побудувати успішну стратегію заробітку на таких моментах. Розглянемо конкретний приклад такої роботи.

Ситуація розбіжності, яка виникла 25 серпня 2008 року. Дані по ній представлені в таблиці 3.10.

Як бачимо, рівень «повільної» кореляції в цей день становив 0.89, що свідчить про дуже сильний зв'язок між аналізованими інструментами. При цьому «швидка» кореляція (розрахована на базі щогодинних значень ціни з періодом 12) змінювалася з рівня 0.9 до -0.13. Сигнал про виникнення аномалії виник о 10.00, коли рівень «швидкої» кореляції став від'ємним.

Таблиця 3.10. Дані для аналізу аномалії, що виникла 25.08.2008

Дата	Час	EUR/USD	Нафта	«Швидка» кореляція	«Повільна» кореляція
25.08.2008	0:00	1.4786	114.125	0.90	0.89
25.08.2008	1:00	1.4781	114.5	0.85	0.89
25.08.2008	2:00	1.4725	114	0.83	0.89
25.08.2008	3:00	1.4738	114.175	0.85	0.89
25.08.2008	4:00	1.4736	114.525	0.76	0.89
25.08.2008	5:00	1.4718	114.475	0.76	0.89
25.08.2008	6:00	1.4717	114.425	0.72	0.89
25.08.2008	7:00	1.4713	114.725	0.62	0.89
25.08.2008	8:00	1.4735	115	0.58	0.89
25.08.2008	9:00	1.4742	115.475	0.34	0.89
25.08.2008	10:00	1.4742	115.025	-0.11	0.89
25.08.2008	11:00	1.4762	115.425	-0.13	0.89
25.08.2008	12:00	1.4771	115.425	-0.12	0.89
25.08.2008	13:00	1.4761	115.1	0.04	0.89
25.08.2008	14:00	1.4789	115.6	0.45	0.89
25.08.2008	15:00	1.4797	114.975	0.70	0.89
25.08.2008	16:00	1.4777	114.325	0.76	0.89

У цей момент необхідно відкривати позиції. Важливо визначитися з типом позиції для кожного із біржових активів (довга чи коротка). Оскільки розбіжність виникла протягом останніх 12 годин (період розрахунку «швидкої» кореляції), проаналізуємо динаміку зміни ціни євро відносно долара та нафти за цей час. Євро знизився з рівня 1.4786 до 1.4742, а нафта зросла з 114.12 до 115. Таким чином, для усунення аномалії необхідно, щоб падіння нафти випереджало падіння євро або євро зростало при незмінній ціні на нафту. Таким чином, система зможе повернутися до рівноважного стану, який було порушено внаслідок аномалії.

Таким чином, о 10.00 необхідно було продати нафту за ціною 115 і купити євро за ціною 1.4742.

Аномалія зникла в районі 15.00, коли коефіцієнт кореляції перевищив 0.5. У той момент ціна євро становила 1.4797, а нафти – 114.98. За цими цінами позиції мали бути закриті.

Фінансовий результат операції склав +0,37 % по парі євро/долар і +0,02 % по нафті. Таким чином, прибутковість цієї угоди склала приблизно 0,4 %.

Подібне явище не є одиничним. Скажімо, якщо в якості бази для розрахунку «швидкої» кореляції брати щогодинні значення ціни з періодом 12, таких сходжень розбіжностей за місяць утворюється

не менше десятка. З урахуванням різноманітності валютних пар і фокусів ринку стратегія, яка буде базуватися на такому підході, буде генерувати достатньо велику кількість сигналів.

Даний підхід дає нам широкі можливості щодо прогнозування руху курсів на крос-курси валют. По суті наявність/відсутність значимої кореляції між валютними парами, складовими основи крос-курсу дає можливість визначити наявність/відсутність тренду. Крім того, що навіть більш важливе, коефіцієнт кореляції надає чисельне значення сили тренда та його напрямку. Крім того, аналіз змін коефіцієнта кореляції протягом певного періоду дає можливість робити висновки про динаміку сили тренду – зростає вона або падає. По суті даний підхід дозволяє усунути основні недоліки більшості трендових індикаторів – таких, як відсутність конкретики стосовно інформації про тренд, його силу та стан.

Даний підхід дає підставу для формування нового класу індикаторів, які будуть складати симбіоз між трендовими індикаторами та осциляторами, при цьому не будучи в чистому вигляді ні тим, ані іншим. Отже, інституційні інвестори можуть отримати у своє користування інструмент, за допомогою якого можна приймати виважені інвестиційні рішення.

УДОСКОНАЛЕННЯ РОБОТИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ НА БАЗІ РОЗВИТКУ МЕТОДОЛОГІЇ АНАЛІЗУ БІРЖОВОЇ ІНФОРМАЦІЇ

4.1 Стратегія і тактика роботи інституційних інвесторів під час форс-мажорних ситуацій

На сьогоднішній день панівною гіпотезою, що пояснює поведінку біржових ринків, є гіпотеза ефективного ринку. Згідно з цією гіпотезою вся істотна інформація негайно і в повній мірі відбивається на ринковій курсовій вартості біржових активів [11, 22, 30, 87, 90, 123], що фактично позбавляє можливості отримання надприбутку від використання тієї чи іншої інформації учасниками ринку.

Таким чином, ринок знаходиться в стані динамічної рівноваги. Проте існують інформаційні потоки, урахувати які в ринковій ціні заздалегідь неможливо і які здатні порушити цю рівновагу принаймні на деякий час. Йдеться про форс-мажорні обставини.

Форс-мажори в загальному вигляді – це непереборні, надзвичайні обставини, які не залежать від волі та дій учасників економічних подій [45]. Ними можуть бути повені, землетруси, катастрофи, теракти тощо. Причому, використовуючи цей термін у розрізі біржових ринків та аналізу їхньої поведінки, вважаємо за необхідне розширити запропонований список надзвичайними економічними подіями, як-то вихід несподівано позитивних/негативних економічних новин. Очевидно, що в силу своєї природи інформаційні потоки, генеровані форс-мажорами, не можуть бути враховані ринком заздалегідь. Таким чином, можна зробити припущення про появу передумов для заробітку на коливаннях цін на біржові активи, використовуючи нову інформацію принаймні до тих пір, поки вона не буде в повній мірі врахована ринком.

Наведемо деякі класичні форс-мажорні ситуації та проаналізуємо реакцію біржових ринків на них. Перший приклад форс-мажорної ситуації – подія 11 вересня 2001 року – терористична атака на США. На рис. 4.1 зображена реакція фондового ринку США на цю подію (в якості інструменту аналізу було обрано індекс Доу-Джонса).



Рис. 4.1. Реакція фондового ринку США (на прикладі індексу Доу-Джонса) на події 11 вересня 2001 року [116]

Як свідчать історичні дані, активна фаза реакції тривала приблизно тиждень, при цьому індекс втратив близько 17% своєї вартості. У даній інформації немає нічого дивного, реакція досить логічна й передбачувана. Більш цікавою є поведінка ринку протягом наступного місяця, коли індекс Доу-Джонса демонстрував протилежну тенденцію і в першій декаді жовтня повернувся до значення на початок терактів. Тобто ринок урахував інформацію і повернувся до свого рівноважного стану.

Розглянемо ще одну форс-мажорну ситуацію. 11 березня 2011 року в Японії стався сильний землетрус з великими людськими жертвами та економічними, а також екологічними наслідками. Реакція фондового ринку Японії, представленого індексом Nikkei, відображена на рис. 4.2.



Рис. 4.2. Реакція фондового ринку Японії (на прикладі індексу Ніккей) на події 11 березня 2011 року [116]

Картина досить схожа на поведінку американського фондового ринку 11 вересня 2001 року. Протягом першого тижня йде абсорбція ринком інформації – падіння індексу Nikkei на 18 % з подальшою контрреакцією та поверненням ринку на позиції, близькі до вихідних, протягом наступних 3 тижнів.

Примітно, що така поведінка характерна не тільки для фондового ринку, але й для інших біржових ринків – валютного та товарного.

Наприклад, реакція на події 11 вересня 2001 року в США на міжнародному валютному ринку (валютна пара EUR/USD) представлена на рис. 4.3.

Реакція валютного ринку на дану подію – різке падіння курсу американського долара протягом першого тижня з подальшим поверненням на початкові позиції протягом наступних 3 тижнів.

Зазначимо, однак, що не завжди реакція ринків на той чи інший форс-мажор є типовою. Наприклад, у випадку з землетрусом в Японії 11 березня 2011 поведінку валютної пари USD/JPY можна назвати атиповою (рис. 4.4). Японська єна перший тиждень зміцнювалася (майже на 10 %) з подальшим падінням і поверненням до стартової позиції протягом двох тижнів. У даному випадку така поведінка пояснюється репатріацією японських капіталів для відновлення економіки.



Рис. 4.3. Реакція валютного ринку на події 11 вересня 2001 року (на прикладі валютної пари EUR/USD) [116]



Рис. 4.4. Реакція валютного ринку на події 11 березня 2011 року (на прикладі валютної пари USD/JPY) [116]

Отже, проаналізовані вище приклади дають базу для обґрунтованого сумніву в ефективності ринків у період виникнення форс-мажорів – ринок на деякий час втрачає рівноважний стан, до якого повертається згодом. У той же час неефективність ринків, навіть короткострокова, відкриває можливості для спекулятивного заробітку та отримання надприбутків.

Природно виникає ряд конкретних практичних питань: як поводить себе ринок після виникнення форс-мажору, як довго триває реакція, які в середньому масштаби реакції тощо. Ще одним потенційно дуже важливим спостереженням, яке потребує перевірки, є наявність двох фаз реакції на форс-мажорні події: фаза реакції і фаза контрреакції. У випадку, якщо спостереження підтвердяться, виключно важливими будуть співвідношення цих фаз та їхні параметри (чи рівні вони за масштабами змін, чи відрізняються вони за тривалістю тощо).

Розглянуті приклади свідчать про можливість існування конкретних часових рамок, необхідних ринкам для врахування форс-мажорної інформації, а також часових рамок для повернення до рівноважного стану. Можливо також, що розміри реакції ринків є типовими, що дозволяє прогнозувати не тільки часовий горизонт реакції ринку, але й розміри цієї реакції. Ці знання, у свою чергу, дозволять отримати надприбутки на коливаннях цін на біржові активи внаслідок виникнення форс-мажорних обставин.

Звичайно, по двом подіям висновки робити не можна, оскільки дані форс-мажорні ситуації були безпрецедентні за своїми масштабами і наслідками, отже, не виключено, що в інших випадках схожої реакції спостерігатися не буде. Тому перш ніж виводити певні закономірності в поведінці ринків під час виникнення форс-мажорів, спробуємо статистично довести наявність аномалій під час виникнення форс-мажорів. Тобто, якщо поведінка ринкових цін після форс-мажорів значно відрізняється від поведінки до виникнення форс-мажорів, можна стверджувати, що ринок дійсно знаходиться у певному нехарактерному для себе стані, що є свідченням його тимчасової неефективності та втрати ним рівноваги.

Для того, щоб перевірити приналежність однієї групи даних сукупності інших даних, у статистиці існує декілька специфічних методів (критеріїв):

- 1) t-критерій Стюдента;
- 2) Хі-квадрат Пірсона;
- 3) критерій Колмогорова-Смірнова;
- 4) критерій Бартлетта та інші [1, 57, 12].

Специфічними рисами аналізованих даних є досить обмежена вибірка і відповідність її нормальному закону розподілу. Обмеженість вибірки пояснюється не дуже великою кількістю значимих форс-мажорних ситуацій, що виникали протягом останніх 20 років.

Таким чином, зважаючи на специфіку даних, доречним є використання t-критерію Стьюдента, оскільки він найбільше відповідає умовам обмеженості вибірки та відповідності її даних закону нормального розподілу.

Головна мета, яка переслідується при аналізі форс-мажорних подій, це виявлення їхньої приналежності до вибіркової сукупності даних за попередній період, а саме перевірка гіпотези (H_0) про те, що середні значення певних величин є однаковими. Альтернативною гіпотезою (H_1) буде твердження про нерівність середніх значень вибірки до і після форс-мажору. При цьому в якості сукупності, з якою буде здійснюватися порівняння, було обрано період, що включав в себе 30 значень ціни конкретного активу.

Що стосується форс-мажорів, то було обрано 4 фіксовані періоди, які включали в себе 5, 7, 10 і 15 значень показника, що аналізувався. Це дозволить урахувати можливі відхилення в часі при реакції ринку на обрані події в залежності від типу (виду) форс-мажору.

Перевірка гіпотези здійснювалася за одновибірковим t-критерієм Стьюдента (t), розрахунок якого здійснюється за загальною формулою:

$$t = \frac{|M_x - A|}{\sigma / \sqrt{N}} \quad (4.1),$$

де M_x – середнє арифметичне вибірки після форс-мажору;
 A – середнє арифметичне вибірки до форс-мажору;
 σ – стандартне відхилення від середнього значення вибірки після форс-мажору;
 N – розмір вибірки після форс-мажору.

Перевірка гіпотез здійснювалася з вірогідністю $p=0,95$. Кількість ступенів свободи розраховувалася як $df = N - 1$.

Після формування вибірки даних було визначено їхнє середньоарифметичне як до форс-мажору, так і після нього, а також стандартне відхилення від середнього значення вибірки після форс-мажору. Отримані значення підставлялися у формулу (1) із різними

значеннями N (N = 5, 7, 10, 15), а розраховане значення t-критерію Стьюдента порівнювалося з критичним, яке можна дізнатися із спеціальних таблиць. У нашому випадку критичні значення для різних ступенів свободи були наступними (табл. 4.1).

Таблиця 4.1. Критичні значення t-критерію Стьюдента для обраних розмірів вибірок для ймовірності 0,95

Кількість ступенів свободи (N - 1)	Критичне значення t-критерію Стьюдента
4 (= 5 - 1)	2,776
6 (= 7 - 1)	2,446
9 (= 10 - 1)	2,2622
14 (= 15 - 1)	2,1448

У випадку, якщо отримане значення t-критерію не перевищує критичне, робиться висновок про рівність середніх значень, а отже, гіпотеза (H₀) підтверджується. При перевищенні критичного значення t-критерію розрахунковим приймається альтернативна гіпотеза (H₁), а отже, середні є нерівними, і можна говорити про аномальну реакцію ринку на форс-мажорні події.

Для того, щоб врахувати різні прояви зміни рівноважного стану ринку – тимчасової втрати ним ефективності, було перевірено на статистичну значимість різні варіанти формування вибірок даних (в якості періоду дослідження було обрано день):

1) динаміка ринкових коливань в абсолютному значенні (формула 4.2) – таким чином намагалися довести, що після форс-мажору відбувається аномальне зростання змін ринкових курсів протягом певного періоду часу:

$$P_i = | \text{close}_i - \text{close}_{i-1} | \quad (4.2),$$

де P_i – дані, що йдуть до вибірки;

close_i та close_{i-1} – денні ціни закриття поточного та попереднього періодів.

2) динаміка зміни ціни за період (формула 4.3) – таким чином намагалися довести, що після форс-мажору з'являється однонаправлений рух цін, що відрізняється за обсягами від звичайних коливань ринкової ціни за період (стосовно однонаправленого руху):

$$P_i = \text{open}_i - \text{close}_i + \text{GAP}_{i-1} \quad (4.3),$$

де P_i – дані, що йдуть до вибірки;

open_i та close_i – ціни закриття поточного та попереднього періодів;

GAP – різниця між ціною закриття попереднього періоду та ціною відкриття поточного.

3) волатильність ринкових цін протягом періоду (формула 4.4) – таким чином намагалися довести, що різке зростання обсягів коливань біржових цін свідчить про панічні настрої на ринку. У свою чергу, паніка свідчить про втрату ринком нормального стану, а отже, і тимчасову втрату ефективності:

$$P_i = \text{high}_i - \text{low}_i \quad (4.4),$$

де P_i – дані, що йдуть до вибірки;

high_i – максимум ціни поточного періоду;

low_i – мінімум ціни поточного періоду.

Вибірка даних формувалася за різними біржовими інструментами з періодів часу, що відповідали тій чи іншій форс-мажорній ситуації.

Форс-мажори були класифіковані за такими категоріями:

- терористичні акти;
- природні катастрофи;
- технологічні катастрофи;
- економічні події.

Аналіз форс-мажорних ситуацій у різних сферах за останні 20 років дозволив сформуванню їхній наступний перелік (таблиці 4.2-4.5).

В якості об'єктів аналізу в роботі було обрано різні біржові ринки: валютний (представлений валютною парою, до складу якої входить валюта постраждалої країни, а також валютною парою UDS/CHF (американський долар проти швейцарського франка) для вивчення поведінки валюти-сховища, якою є швейцарський франк), фондовий (представлений провідним фондовим індексом постраждалої країни), товарний (котирування на золото і нафту).

Таблиця 4.2. Перелік найбільших терористичних актів, що відбулися за період 1990-2011 рр. [60]

Форс-мажор	Опис	Дата	Постраждала країна
Вибухи в посольстві США в Кенії	Після двох вибухів у посольствах США в Кенії і Танзанії вбито 233 людини (213 з яких – у Найробі, Кенія).	7 серпня 1998	США
Терористичні акти в токійському метро	16 станцій метро в Токіо були атаковані послідовниками секти Аум Синріке, які розпилили хімічну зброю. Постраждали 3796 людини, 12 були вбиті.	20 березня 1995	Японія
Атаки на будівлі Всесвітнього торгового центру в США	Терористи спрямували захоплені літаки в будівлі Торгового центру в Нью-Йорку, міністерства оборони у Вашингтоні, і ще один літак упав біля Пітсбурга (Пенсільванія). У результаті загинуло 2749 людей у Нью-Йорку, 189 – у Вашингтоні, 44 – у Пенсільванії.	11 вересня 2011	США
Вибухи в метро в Лондоні	У трьох потягах метро і пасажирському автобусі в Лондоні були підірвані бомби смертниками. Загинуло 52 людини, постраждали – 700.	7 липня 2005	Великобританія
Вибухи на вокзалі в Мадриді	Серія вибухів на залізничному вокзалі в Мадриді. 191 людина загинула, 1800 – поранені. За даними експертів – це був найбільший за жертвами теракт після другої світової війни.	11 березня 2004	Іспанія
Теракт проти американського есмінця «Коул»	В Адені (Смен) був здійснений теракт проти американського есмінця «Коул». Корабель протаранило папульне судно, начинене вибухівкою. Загинули 17 моряків ВМФ США, поранено 39.	12 жовтня 2000	США
Теракти на острові Балі	На острові Балі (Індонезія) в результаті серії вибухів, здійснених терористами смертниками, загинули близько 190 людей, більше 300 отримали поранення. Одночасно приведено в дію вибухові пристрої біля будівель консульств США на цьому острові та генерального консульства Філіппін у Манадо.	13 жовтня 2002	Індонезія

Таблиця 4.3. Перелік найбільших техногенних катастроф, що відбулися за період 1989-2011 рр. [7, 24, 25]

Форс-мажор	Опис	Дата	Постраждала країна
Розлив нафти в Іраку	Ірак почав навмисно виливати нафту з Кувейту у води Перської затоки, що призвело до екологічної катастрофи.	24 січня 1991	Ірак
Аварія на найбільшому в Бразилії нафтопереробно-му заводі	Унаслідок аварії на найбільшому нафтопереробному заводі в Бразилії в річку вилилося 4 млн. л нафти.	січень 2000	Бразилія
Викид 100,000 тонн промисло-вих відходів біля міста Ваіа Маре (Румунія)	У місті Ваіа Маре (Румунія) золотодобувна компанія «Augul» здійснила викид 100,000 тонн промислових відходів. Як результат, у найближчих річках (притоки Дунаю) вміст ціаніду у воді перевищив допустиму норму в 800 раз. До 85-90 % риби та рослин у річках загинуло. За словами експертів, масштаби збитків навколишньому середовищу в Європі перевищили збитки від Чорнобильської катастрофи.	31 січня 2000	Румунія
Аварія шаттлу «Колумбія»	Під час повернення на Землю вибухнув космічний шатл «Колумбія». Причиною аварії став відлетілий фрагмент обшивки термозахисту. Вартість самого шаттлу становила 2 мільярди доларів США. На розслідування катастрофи була витрачена сума в 500 мільйонів доларів США, що зробило це розслідування найдорожчим в історії авіації. Загальна вартість катастрофи згідно з даними NASA склала 13 мільярдів доларів США.	1 лютого 2003	США
Аварія нафтового танкера «Престиж»	Під час сильного шторму біля берегів Іспанії нафтовий танкер «Престиж», що перевозив 77 000 тонн пального, отримав пошкодження. У результаті шторму «Престиж» зламався навпіл, і 20 мільйонів галонів (більше 75 тисяч кубічних метрів) мазуту вилилися в море. Усунення наслідків цієї катастрофи обійшлося в 12 мільярдів доларів США.	13 листопада 2002	ЄС
Аварія на Саяно-Шушенській ГЕС	Аварія є найбільшою в історії катастрофою на гідроенергетичному об'єкті Росії та однією з найбільш значних в історії світової гідроенергетики. У результаті аварії загинуло 75 осіб, обладнанню та приміщенням станції завдано серйозної шкоди. Наслідки аварії відбулися на екологічній обстановці акваторії, прилеглої до ГЕС, на соціальній та економічній сферах регіону. Збитки за оцінками перевищують 40 млрд. руб.	17 серпня 2009	Росія

Таблиця 4.4. Перелік найбільших природних катастроф, що відбулися за період 1990-2011 рр. [7, 24, 25]

Форс-мажор	Опис	Дата	Постраждала країна
Ураган Катріна	Ураган Катріна – найбільш руйнівний за всю історію США. Найбільших збитків зазнав Новий Орлеан (Луїзіана), де вода затопила більше 80 % міста. У результаті було вбито 1836 людей, а економіка втратила близько 125 млрд. дол. (за оцінками, зробленими в 2007 році).	27 серпня 2005	США
Землетрус в Японії	Збитки країни внаслідок катастрофи за попередніми оцінками перевищили 308 млрд. дол. Ще близько 133 млрд. дол. будуть витрачені на ліквідацію наслідків аварії на атомній станції Fukushima-1.	11 березня 2011	Японія
Цунамі в південно-східній Азії	Цунамі, викликаний найбільш сильним землетрусом за останні 40 років (магнітуда 9), сягнув узбережжя Шрі Ланки, Індії, Індонезії, Таїланду, Малайзії та призвів до величезних руйнувань і людських жертв (більше 300 000 чол.).	26 грудня 2004	Південно-східна Азія
Землетрус у Кобе	Сила поштовхів сягала до 7,3 магнітуд за шкалою Ріхтера. Під час землетрусу загинуло 6434 чоловіки. Наслідки стихії: руйнування 200000 будівель, знищено 120 із 150 причалів у порту Кобе, порушено електропостачання міста. Збиток склав приблизно десять трильйонів ієн або 102,5 млрд. доларів США, або 2,5 % від ВВП Японії в той час.	17 січня 1995	Японія
Землетрус у Чилі	Одне з найбільших землетрусів за останні півстоліття. Близько двох мільйонів чилійців залишилися без даху над головою внаслідок руйнівного землетрусу, більше 800 людей загинули, 1200 людей зникли безвісти, пошкоджено 1,5 мільйона будинків. Сума збитків варіюється від 15 до 30 мільярдів доларів.	27 лютого 2010	Чилі
Повені в Європі	Сильні повені (h = 2м). Такого не було 30 років. Матеріальний збиток від стихії у Швейцарії та Франції оцінювався в 3,5 млрд. дол. США.	Жовтень 2000	ЄС

Таблиця 4.5. Перелік форс-мажорних економічних подій,
що відбулися за період 1990-2011 рр. [126]

Форс-мажор	Опис	Дата	Постраждала країна
1	2	3	4
Азійська криза	Починаючи з 24 жовтня, з'явилися повідомлення про різкі падіння майже всіх фондових ринків світу, що послідували за обвалом фондового ринку Гонконгу.	27 жовтня 1997	Азія
Оголошення рішення Комітету з операцій на відкритому ринку ФРС США	Комітет вирішив збільшити обсяг балансу ФРС за рахунок додаткових покупок MBS на суму до \$ 750 млрд., що призведе до зростання загального обсягу покупок цих паперів у цьому році до \$ 1.25 трлн., а також викупити боргові папери агентств на суму до \$ 100 млрд., доводячи загальний обсяг покупок до \$ 200 млрд. Комітет прийняв рішення в найближчі шість місяців викупити довгострокові державні облигації на суму до \$ 300 млрд.	18 березня 2009	США
Оголошення рішення Комітету з операцій на відкритому ринку ФРС США	ФРС не дала однозначної відповіді на питання про те, що буде зі ставками в подальшому.	29 червня 2006	США
Оголошення рішення Комітету з операцій на відкритому ринку ФРС США	ФРС несподівано підвищила відсоткову ставку на 25 базисних пунктів до 2.50 % річних	02 лютого 2005	США
Оголошення плану Британського уряду з порятунку економіки	Британський уряд удруге протягнув своїм банкам, які опинилися в скрутному становищі, мульти-мільярдний рятувальний круг, а також наказав Банку Англії збільшити обсяг грошової маси, щоб вдихнути життя в економіку країни. Згідно з новим планом уряд мав намір збільшити свою частку участі в Royal Bank of Scotland (RBS) до 70 %.	19 січня 2009	Великобританія
Вихід статистики по ринку праці США	Як повідомило міністерство праці, у квітні американська економіка створила 288 000 нових робочих місць. Аналітики прогнозували збільшення зайнятості на 170000 місць.	07 травня 2004	США

Продовження табл. 4.5.

1	2	3	4
Чорний вівторок	За день індекс Shanghai Composite втратив майже 9%, що стало найсерйознішим падінням за майже 10 років. Падіння сталося через чутки і побоювання, що фондовий ринок Китаю перегрітий і підігрівається спекулятивними, часто позиковими коштами.	27 лютого 2007	Китай
Чорна середа	16 вересня 1992 р. відбулося різке здешевлення фунта стерлінгів у наслідок спекулятивної атаки збоку Дж. Сороса. Щодо долара США ціна знизилася з 1,86 до 1,78 GBP/USD (-4,49%). У наступні два тижні котирування продовжували знижуватися.	16 вересня 1992	Великобританія
Криза на Wall-street	Заява керівництва авіакомпанії «Юнайтед Ерлайн» про те, що воно ще не збило 6,75 млрд дол. для запланованого викупу контрольного пакету акцій корпорації.	13 жовтня 1989	США
Оголошення рішення Комітету з операцій на відкритому ринку ФРС США	ФРС реінвестує кошти в казначейські облигації. Ставки будуть виключно низькими тривалий період часу.	10 серпня 2010	США
Оголошення рішення Комітету з операцій на відкритому ринку ФРС США	Комітет з операцій на відкритому ринку ФРС США заявив у своїй заключній заяві, що має намір далі підтримувати свою програму купівлі активів з метою зміцнення економіки.	14 грудня 2010	США
Промова голови ФРС США Бена Бернанке	Бен Бернанке заявив, що ставка за федеральними фондами залишиться на низькому рівні протягом тривалого часу.	15 жовтня 2010	США
Несподівана зміна ставок ФРС та викуп Bear Stearns	JPMorgan Chase викупив Bear Stearns за рекордно низькою ціною (236.2 млн. доларів, по 2 долари за акцію). Крім цього, Федеральна Резервна Система США несподівано знизил дисконтну ставку на 25 базисних пунктів.	17 березня 2008	США

Найбільший інтерес у дослідженні мають періоди втрати ринком рівноважного стану (по суті, дивергенції) та періоди повернення до рівноважного стану (конвергенції). Як правило, вони перевищували час фактичної реакції ринку на форс-мажорні обставини. Реакція ринку на форс-мажорні обставини є першопричиною, що викликає втрату (тимчасову) ним рівноважного стану. Форс-мажорна подія в більшості випадків триває досить незначний час, але потім підключаються інші фактори, що впливають на ринкові ціни (наприклад, рішення великих інвестиційних і хеджевих фондів про перегляд інвестиційних портфельів у зв'язку з новими обставинами, на що потрібен певний час). Це приводить часом до значної тривалості як фази реакції, так і фази контрреакції.

Відмітимо, що, як правило, основна реакція на форс-мажорні події відбувається протягом однієї-двох торгових сесій (діб), втім досить часто наслідки форс-мажорів стають очевидними лише після певного періоду. Крім того, метою дослідження є аналіз не стільки базової флуктуації ринку як реакції на форс-мажорну подію, а визначення моментів відхилення ринку від стану рівноваги (що проявляється у зміні цін на біржові активи), а також підтвердження чи заперечення припущення про те, що ринок намагається повернутися до рівноважного стану.

Таким чином, дослідження має на меті доведення чи спростування наступних тез:

- а) форс-мажорні події порушують рівновагу;
- б) рівновага порушується лише на певний час;
- в) ринок намагається повернутися до рівноважного стану;
- г) ринок здатний абсорбувати інформацію;
- д) поведінка ринків під час форс-мажорів є типовою.

У загальному випадку реакція ринків на форс-мажорні обставини складається з двох фаз – фази реакції (порушення рівноважного стану) та фази контрреакції (повернення повне або часткове до рівноважного стану). Для доведення цього за кожним форс-мажором було проаналізовано реакцію ринків на предмет наявності цих фаз. Реакція в кількісному виразі представляє собою зміну вартості біржового активу протягом пост-форс-мажорного періоду. Аналіз наявності фаз реакції біржових ринків на форс-мажорні обставини проводився в наступних аспектах – перевірялися три варіанти співвідношення фаз реакції і контрреакції – фази реакції і контракції за розмірами дорівнюють одна одній, фаза контрреакції більша 50 % від фази реакції та фаза контрреакції менша 50 % від фази реакції (у такому випадку можна було б зробити висновок про

відсутність двофазної моделі поведінки, і тезу про намагання ринку повернутися до рівноважного стану можна вважати спростованою).

Результати аналізу представлені в таблиці 4.6.

Таблиця 4.6. Аналіз наявності фаз реакції біржових ринків на форс-мажорні обставини

Тип форс-мажорних обставин	Фази рівні		Фаза контрреакції більше 50 % фази реакції		Фаза контрреакції менше 50 % фази реакції	
	Кіл-ть значень	%	Кіл-ть значень	%	Кіл-ть значень	%
Терористичні акти	19	73%	26	100%	0	0%
Техногенні катастрофи	16	62%	25	96%	1	4%
Природні катастрофи	19	83%	22	96%	1	4%
Економічні катастрофи	36	62%	49	84%	9	16%

Виходячи з результатів проведеного аналізу, тезу про наявність двох фаз можна вважати доведеною, та припущення щодо намагання ринку повернутися до рівноважного стану є таким, що в цілому відповідає дійсності. Практично з імовірністю 90 % можна стверджувати, що фаза контрреакції буде перевищувати половину розміру фази реакції, а в 60-70 % відсотках випадків навіть буде еквівалентною, тобто ринок повністю відновиться. Доведення гіпотези про двофазну модель реакції ринку на форс-мажорні обставини дає багато корисної як з теоретичної, так і з практичної точки зору інформації для прогнозування змін цін на біржові активи під час виникнення форс-мажорних ситуацій.

Що стосується результатів перевірки реакції ринків на форс-мажорні події за t-критерієм Стьюдента, то проведені розрахунки показали, що з трьох обраних варіантів формування вибірки найбільш чутливим є аналіз волатильності, тому більш детально зупинимося на результатах t-тесту саме для цих даних (табл. 4.7).

Результати проведеного дослідження свідчать на користь гіпотези ефективного ринку. Ринкову рівновагу порушити дуже важко. Форс-мажорні події, незважаючи на досить значні масштаби та несподіваність (були відібрані найбільші за наслідками непередбачувані події у світі) у більшості випадків не призводять до втрати ринками рівноваги. Ринки дуже швидко абсорбують нову непередбачувану інформацію і продовжують функціонувати у звичному ритмі. Флуктуації, що виникають у пост-форс-мажорний період, у

цілому відповідають коливанням біржових цін протягом до-форс-мажорного періоду.

Таблиця 4.7. Результати перевірки реакції ринків на форс-мажорні події за t-критерієм Стьюдента (відсоток подій, коли ринок втрачав рівноважний стан)

Тип ринку	Валютний		Фондовий	Товарний	
	Валюта постраждалої країни	Валюта-сховище (USD/CHF)	Провідний фондовий індекс	Нафта	Золото
Природні катастрофи	30%	10%	50%	20%	20%
Техногенні катастрофи	55%	27%	55%	0%	36%
Терористичні акти	0%	11%	33%	11%	11%
Економічні події	25%	19%	38%	0%	25%
У середньому	22%	13%	41%	12%	18%

Характерною рисою поведінки біржових ринків є те, що чим більш розвиненою є країна, тим більший ступінь реакції на форс-мажорні події з боку біржових ринків.

Найбільш інертними інструментами є нафта та валюта-сховище USD/CHF. Приблизно однакову реакцію демонстрували валюта постраждалої країни та ціни на золото. Найбільш схильним до реакції на форс-мажорні події виявився фондовий ринок.

Незважаючи на те, що в цілому можна говорити про несхильність біржових ринків до втрати рівноваги внаслідок форс-мажорних подій, відмітимо, що фондові ринки залишають непогані шанси для спекулятивного заробітку внаслідок відносно великої кількості випадків втрати ринком рівноваги. При цьому варто відзначити, що середній відсоток випадків втрати рівноваги (41 %) насправді може бути дещо вищим, зважаючи на наявність часових лагів, характерних для деяких типів форс-мажорів (техногенні катастрофи, природні катастрофи – необхідний час для того, щоб оцінити масштаби катастрофи та визначити приблизні втрати економіки від неї), а також потенційними недоліками у самому процесі аналізу – період до виникнення форс-мажору насправді мав би бути величиною динамічною, а не статичною, оскільки ін'єкції нової і важливої інформації могли відбуватися саме протягом цих періодів, утім не були враховані при аналізі.

Крім того, досить часто реакція на форс-мажорну подію триває дуже недовго – 1-2 дні реакції, часом навіть менше, і приблизно стільки ж часу на контрреакцію. Статистично такі аномалії визначити майже неможливо. Таким чином, надшвидкі реакції ринків на форс-мажорні обставини не були враховані під час визначення підсумкових результатів. Тобто реальний відсоток реакції ринків на форс-мажори вищий, утім із позиції глобальної мети дослідження – спроби розробки торгової стратегії для заробітку на форс-мажорних подіях – форс-мажори, що викликали надшвидкі реакції ринків, не виступають об'єктами дослідження.

Наступним етапом дослідження була спроба виявити певні закономірності у поведінці ринків під час форс-мажорів та визначити потенційні параметри реакції ринків.

Перелік статистично значимих форс-мажорів та результати їхнього аналізу наведено в таблиці 4.8.

Оскільки було визначено, що лише фондовий ринок, з деякими припущеннями, можна вважати таким, що втрачає рівноважний стан унаслідок форс-мажорних подій, саме його було обрано в якості об'єкта аналізу. Інші ринки аналізувати недоцільно, оскільки з практичної точки зору це не має сенсу – навіть якщо виникне форс-мажор, здійснювати певні операції, знаючи, що ймовірність втрати ринком рівноваги не перевищує 20-25 %, недоцільно.

Перелік форс-мажорних ситуацій для аналізу було значно звужено, оскільки результати попередніх досліджень дозволили виявити ті з них, на які ринки відкликалися найбільш охоче.

Результати аналізу поведінки фондових ринків після виникнення форс-мажорних обставин у цілому підтвердили наявність двох фаз реакції – фаза реакції, що представляє собою природну реакцію ринків на негативні новини (у нашому випадку – падіння фондового індексу постраждалої країни), та фази контрреакції, що представляє собою не просто корекцію до попереднього руху, а є спробою (як правило, вдалою) повернення до базового рівноважного стану.

Таблиця 4.8. Аналіз реакції різних фондових ринків на вибрані форс-мажорні події

Форс-мажор	Дата	Постраждала країна	Біржовий інструмент	Фаза реакції					Фаза контрреакції				
				Закінчення фази реакції	Тривалість (дні)	Макс ціна	Мін ціна	% змін.	Закінчення фази контрреакції	Тривалість (дні)	Макс ціна	Мін ціна	% змін.
Землетрус в Японії	11.03.2011	Японія	NIKKEI	16.03.2011	5	10440	8320	-20.31%	01.04.2011	12	9850	8320	18.39%
Ураган Катріна	27.08.2005	США	Dow Jones	12.09.2005	12	10700	10350	3.38%	21.09.2005	9	10700	10375	-3.04%
Землетрус у Кобе	17.01.1995	Японія	NIKKEI	24.01.1995	7	19362	17699	-8.60%	01.02.1995	7	18869	17699	6.60%
Розлив нафти в Іраку	24.01.1991	США	Dow Jones	28.01.1991	4	2689	2615	2.83%	29.01.1991	1	2689	2627	-2.31%
Потяг Норвегія	24.01.2000	ЄС	FTSE	25.01.2000	1	6480	6263	-3.35%	28.01.2000	3	6475	6263	3.38%
Аварія шатлу «Колумбія»	01.02.2003	США	Dow Jones	13.02.2003	12	8152	7629	-6.42%	18.02.2003	5	8076	7629	5.86%
Викид 100,000 тонн промислових відходів біля міста Baia Mare (Румунія)	31.01.2000	ЄС	FTSE	07.02.2000	5	6376	6101	-4.31%	09.02.2000	2	6451	6101	5.74%
США потяги	12.09.2008	США	Dow Jones	18.09.2008	6	11460	10460	-8.73%	19.09.2008	1	11483	10460	9.78%
Терористичні атаки на будівлі Всесвітнього торгового центру в США	11.09.2001	США	Dow Jones	21.09.2001	10	9740	7927	-18.61%	28.09.2001	7	8945	7927	12.84%
Теракт проти американського есмінця «Коул»	12.10.2000	США	Dow Jones	12.10.2000	0	10462	9874	-5.62%	16.10.2000	4	10429	9874	5.62%
Вибухи на вокзалі в Мадриді	11.03.2004	ЄС	IGBM	16.03.2004	5	857.75	806.1	-6.02%	02.04.2004	12	865	806.1	7.31%
Революція в Лівії	20.02.2011	США	Dow Jones	24.02.2011	4	12390	11984	-3.28%	28.02.2011	4	12234	11984	2.09%
Банкрутство Lehman Brothers	15.08.2008	США	Dow Jones	18.09.2008	3	11416	10460	-8.37%	19.09.2008	1	11483	10460	9.78%
Чорний вівторок	27.02.2007	Китай	SSEC	05.03.2007	6	3050	2723	-10.72%	09.03.2007	4	2962	2723	8.78%
Чорна середа	16.09.1992	Великобританія	FTSE	21.09.1992	5	2611	2291	13.97%	22.09.1992	1	2611	2545	-2.53%
Азійська криза	27.10.1997	Азія	Dow Jones	28.10.1997	1	7714	6936	-10.09%	29.10.1997	1	7664	6936	10.50%
Криза на Wall-street	13.10.1989	США	Dow Jones	18.10.1989	3	2773	2638	-4.87%	19.10.1989	1	2707	2638	2.62%
Аварія на нафтопереробному заводі в Бразилії	10.01.2000	Бразилія	BOVESPA	17.01.2000	5	18099	16325	10.87%	28.01.2000	8	18099	16547	-8.58%

Що стосується конкретних параметрів тривалості фаз та їх розмірів, то в результаті усереднення отриманих у табл. 4.7 даних (після попередньої обробки вибірки були виключені аномальні значення – 2-3 найбільш нетипових значення) були отримані наступні параметри типової реакції фондового ринку на форс-мажорну подію (див. табл. 4.9).

Таблиця 4.9. **Параметри типової реакції фондового ринку на форс-мажорні події**

Фаза реакції		Фаза контрреакції	
Тривалість (днів)	Розмір реакції (%)	Тривалість (днів)	Розмір реакції (%)
5	7,5 %	4	6,5 %

Основні висновки дослідження реакції фондових ринків на форс-мажорні події полягають у наступному:

- типова реакція фондового ринку на форс-мажорні події представляє собою двофазну модель: перша фаза реакції і друга фаза контрреакції;
- у більшості випадків розміри фази реакції і контрреакції приблизно рівні або укладаються в межі допустимих похибок;
- як правило, фаза реакції триває 5 днів;
- середні розміри реакції становлять приблизно 7,5 %;
- у середньому тривалість фази контрреакції досить близька до фази реакції і дорівнює 4 дням;
- розміри контрреакції близькі розмірам реакції і в середньому складали 6,5 %;
- реакція фондових ринків на форс-мажори (за рідкісними виключеннями) є типовою – негативна подія для конкретної країни призводить до падіння його фондового ринку.

Виходячи з тих оцінок та висновків, що були отримані вище, можна сформулювати такі правила торгівлі на фондових ринках після виникнення форс-мажорної ситуації:

- переконавшись, що реакція ринку є типовою (для цього достатньо проаналізувати реакцію ринків протягом першого дня виникнення події), відкривати позиції в бік форс-мажору – вставити в короткі позиції на фондовому ринку;
- утримувати відкриті позиції протягом періоду, що є типовим, із подальшим моніторингом поведінки ринку та повним або частковим їхнім закриттям при появі ознак початку фази контрреакції;

- за фактом початку фази контрреакції після закриття всіх відкритих раніше позицій відкривати протилежні їм – відкриття довгих позицій на фондовому ринку;

- утримувати відкриті позиції до досягнення ринком цін, які були до початку виникнення форс-мажорних обставин (бажаним є закриття частини позицій після перевищення 50 % від розміру зміни ціни активу під час першої фази) або протягом періоду, що не перевищує середні значення або у випадку появи ознак зміни тенденції.

Продемонструємо дані правила на прикладі конкретної форс-мажорної події. Для ілюстрації було обрано землетрус у Кобе, що стався вранці 17 січня 1995 року. Дані динаміки індексу Nikkei225 наведено в табл. 4.9.

Проаналізуємо дії трейдера, що працював би за запропонованими нами правилами. Угоди будуть здійснюватися за індексом Nikkei225.

Таблиця 4.10. Дані торгів за індексом Nikkei225 за період з 11.01.1995 до 03.02.1995

Дата	Цінові параметри дня			
	Відкриття	Максимум	Мінімум	Закриття
11.01.1995	19518	19603	19480	19548
12.01.1995	19536	19547	19344	19410
13.01.1995	19408	19408	19265	19331
17.01.1995	19322	19362	19088	19241
18.01.1995	19232	19321	19201	19223
19.01.1995	19218	19298	18978	19076
20.01.1995	19034	19034	18754	18840
23.01.1995	18807	18818	17779	17785
24.01.1995	17807	18139	17699	18061
25.01.1995	18096	18413	18096	18159
26.01.1995	18168	18407	18017	18071
27.01.1995	18091	18257	17938	18104
30.01.1995	18137	18819	18137	18753
31.01.1995	18790	18855	18583	18650
01.02.1995	18647	18869	18610	18739
02.02.1995	18720	18720	18521	18604
03.02.1995	18607	18646	18437	18539

Після появи інформації про форс-мажорну подію трейдер впевнюється в типовості реакції ринку на неї. Очевидно, що для індексу Nikkei типовою поведінкою в даному випадку є падіння. Закриття торгової сесії 17 січня свідчить про типовість реакції на форс-мажорну подію. Таким чином, трейдер приймає рішення про відкриття короткої позиції за даним інструментом 18 січня за ціною 19232 (ціна відкриття наступного дня).

У середньому реакція триває 5 днів, і за розмірами типовою є зміна в розмірі 7,5 % (див. табл. 4.8). Позицію трейдер утримує, доки курс продовжує падати, контролюючи при цьому розмір падіння та строки знаходження в позиції. 24 січня пройшло 5 торгових сесій, а обсяг падіння перевищив 8 %, таким чином, позиція, принаймні більша її частина, мала бути закрита за ціною 17807 (ціна відкриття 24 січня). Результатом таких дій трейдера став би заробіток у розмірі 8 %. Наступного дня був перший день, коли індекс перестав падати і почав зростати. У результаті після позитивного закриття попередньої торгової сесії трейдером було прийнято рішення згідно із запропонованим алгоритмом про відкриття довгої позиції за індексом за ціною 18186. Очікуваний контррух за розміром та тривалістю мав бути меншим за базовий, утім не набагато. Оскільки до 31 січня курс зростав, трейдер утримував відкриту позицію. 31 січня закриття дня було нижчим за відкриття, тобто за підсумками торгів курс знизився. Таким чином, трейдером було прийнято рішення про закриття довгої позиції наступного дня (1 лютого) за ціною відкриття торгової сесії – 18647. Заробіток по довгій позиції склав би приблизно 2,5 %, що, звичайно, менше очікуваних 7-8 %, але теж є непоганим результатом.

Таким чином, загальний фінансовий результат від торгових операцій після виникнення форс-мажорної ситуації в Японії склав би більше 10 % за 10 днів, що в цілому є досить непоганим показником.

І хоча даний приклад є не зовсім коректним, зважаючи на використання аналізу пост-фактум, оскільки в реальному житті навряд чи рішення були б настільки оптимальними, він важливий для ілюстрації алгоритму поведінки при використанні запропонованих правил торгівлі.

Підводячи підсумки проведеного дослідження, відмітимо, що форс-мажорні ситуації в цілому не здатні порушити рівновагу ринку принаймні на період більше ніж 1-2 днів. Основна маса біржових ринків (товарний, валютний) є вкрай інертними і у більш ніж 80 % випадків не змінюють рівноважного стану, не піддаючись паніці та тотальним розпродажам активів.

Найбільш чутливим до форс-мажорів типом ринків є фондовий ринок. Причому чим більш економічно розвинутою є країна, тим більші масштаби реакції на форс-мажорні події. Утім навіть за умов підвищеної чутливості в половині форс-мажорів втрати рівноваги ринком не спостерігалося.

Проведений аналіз показав, що за умови наявності реакції ринків на форс-мажорні події вона відбувається за типовою моделлю, яка складається з двох частин – фази реакції і фази контрреакції. Це відкриває можливості для спекулятивного заробітку від змін цін на біржові активи під час форс-мажорних подій. Оцінка базових параметрів фази реакції і контрреакції (тривалість і масштаби змін цін на активи) для фондових ринків дозволила визначити типові діапазони реакції ринків на той чи інший вид форс-мажорних обставин. Базуючись на отриманих результатах, були розроблені правила торгівлі під час виникнення форс-мажорних ситуацій.

4.2 Корегування роботи інституційних інвесторів на базі оцінки ринкової волатильності

Поточна світова криза значно активізувала зусилля науковців у напрямку вивчення макроекономічних криз, починаючи від детального пояснення причин їх виникнення, закінчуючи наслідками. Хоча досліджень, які б стосувалися передбачення кризових явищ у глобальному масштабі все ще не так багато, і фактично питання прогнозування криз залишається відкритим.

Від швидкості реакції на зміни економічної реальності залежать як фінансові результати корпорацій, так і особисте багатство окремого громадянина.

Потенційно для прогнозування криз доречно використовувати макроекономічні індикатори, за якими, як правило, роблять висновки щодо факту та масштабів кризи (ВВП, інфляція, промислове виробництво тощо). Утім, головною їхньою вадою є значний часовий лаг та відносно велика сила інерції, тому, спираючись на них, можна лише констатувати факт настання кризи, причому зі значним запізненням. Наприклад, ВВП у США публікується за результатами кварталу (рис. 4.5), утім є три етапи його публікації – попереднє значення (наступного після кварталу місяця), через місяць після цього виходить переглянute значення, і лише через місяць після цього, фактично через квартал після закінчення попереднього

періоду, виходить фінальне значення ВВП. Отже, реальну картину ВВП можна отримати лише через квартал. При тому, що квартал сам по собі є досить тривалим періодом. Таким чином, про прийняття оперативних рішень, спираючись на аналіз макроекономічних даних, говорити можна вельми умовно. Звичайно, є спеціально розраховані індекси настроїв виробників, споживачів тощо, що публікуються щомісяця провідними дослідницькими організаціями та університетами. Утім, тримати руку на пульсі за їх допомогою також досить важко.

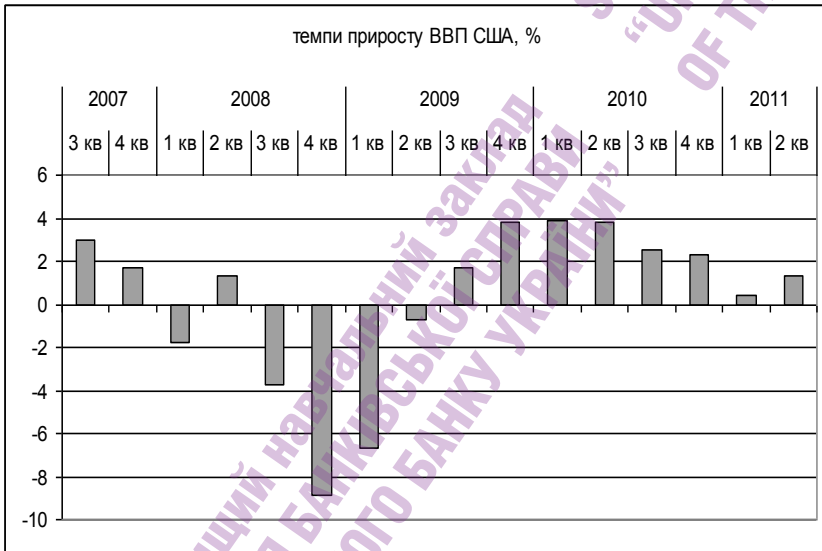


Рис. 4.5. Дані по ВВП США в кварталному обчисленні за 2007-2011 рр.

У той же час найбільш швидко реагуючим сегментом на різні зміни в економічному, політичному та інших просторах є біржі. У даному випадку відлік часу йде не на квартали чи місяці, а на години й хвилини. Тому виникає питання, чи може інформація з біржових торгів бути використана в якості індикатора стану економіки, інструменту оцінки її стану та фази розвитку.

Класичним видом аналізу біржових активів є аналіз динаміки їхніх цін з метою подальшого прогнозування значень цін у майбутньому. Відповідно виділяють три типи ринку: зростаючий,

падаючий, такий, що коливається у вузькому діапазоні (так званий флет). Але оскільки ринок постійно перебуває у русі та змінює тенденції, не тільки залежно від стану економіки, але й від ряду внутрішніх факторів, даний показник не зможе дати відповіді на питання щодо наявності кризових явищ у світовій економіці та фази, на якій криза перебуває наразі.

Більш цікавим показником, що характеризує поточний стан ринку з точки зору його поведінки є ринкова волатильність, тобто розмах коливань курсу того чи іншого біржового активу. Цей показник характеризує

активність ринку. В якості кількісної оцінки волатильності ринку ми пропонуємо брати денні діапазони коливань тих чи інших біржових активів (різниця між мінімумом і максимумом протягом торговельної сесії). За одиницю виміру волатильності нами обрано пункт – мінімальну зміну ціни конкретного біржового активу. Наприклад, значення курсу EUR/USD дорівнює 1,4272, зміна курсу до 1,4273 означає зростання на 1 пункт. У даному дослідженні використовувалася уніфікована формула розрахунку діапазону коливань (волатильності) біржових активів.

$$V = (P_1 - P_0) * k \quad (4.5),$$

де P_0 – мінімальна ціна активу протягом дня;

P_1 – максимальна ціна активу протягом дня;

k – коефіцієнт вирівнювання розмірності. Для валютної пари EUR/USD він дорівнює 10000, для золота (GOLD) – 100, для індексу Dow Jones Industrial 30 – 1.

Для того, щоб аналіз був достатньо повним, проведемо оцінку волатильності протягом останніх десяти років на різних біржових ринках: валютному (FOREX), фондовому та товарному.

В якості конкретних інструментів, представників кожного з ринків оберемо по одному найбільш ліквідному типу активів (біржових інструментів). На сьогодні для ринку FOREX це валютна пара EUR/USD, індикатором фондового ринку – індекс Dow Jones Industrial 30, товарного ринку – ціни ф'ючерсних контрактів на золото (GOLD) [4, 116].

Спочатку проаналізуємо поведінку ринку на прикладі денної амплітуди коливань курсу валютної пари EUR/USD за період 1998-2011 років (див. рис. 4.6).

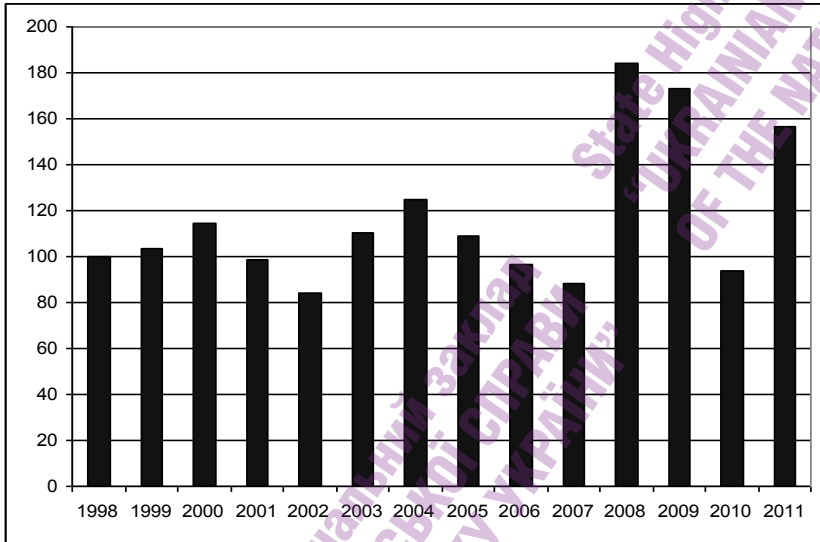


Рис. 4.6. Середньоденні коливання курсу валютної пари EUR/USD за період 1998-2011 р.

Як видно з рисунку 4.6, спостерігається чітка циклічність у коливаннях середньоденної волатильності валютної пари EUR/USD. Можна виділити три цикли: перший з піком у 2000 р., другий – з максимумом у 2004 р. і третій з максимумом у 2008 р. Спробуємо перевірити гіпотезу щодо відповідності екстремумів волатильності кризовим явищам у світовій економіці, для цього визначимо найбільш кризові роки для світової економіки протягом останніх десяти років. Результати представлені в таблиці 4.11.

Як бачимо, 2 з трьох піків відповідають кризовим подіям у світовій економіці. Для того, щоб підтвердити чи заперечити попередні висновки, розглянемо динаміку волатильності для інших біржових ринків.

Таблиця 4.11. Основні кризові явища у світовій економіці за період 1999-2009 рр.*

Період	Країни, постраждалі від кризи	Особливості	Сила і тривалість
1997-1999 г.	Азійська криза (Таїланд, Малайзія, Індонезія, Філіппіни, Півд.Корея), частково Японія, пізніше приєдналися Росія, деякі країни Східної Європи	Криза була викликана, головним чином, нестабільністю світових фінансових ринків та різко збільшеними об'ємами руху світового капіталу, що загострило всі проблеми азійських країн. Криза виразилася, у першу чергу, у валютно-кредитній сфері. Показала взаємозалежність світових фінансових ринків і їхню нестабільність; можливість ланцюгової реакції криз залежно від очікувань крупних гравців; підвищив роль МВФ і США в можливості допомоги в період криз, але, з іншого боку, показав необхідність реформи світової фінансово-валютної системи та підсилив критику МВФ.	Несильний і нетривалий
2000-2002 г.	США і ряд інших країн	Рецесія була викликана групою фактів: масовим знеціненням акцій інтернет-компаній («дот-комів»), терористичними атаками 11 вересня 2001 року та скандалами з фінансовою звітністю провідних фірм США.	Дуже сильний біржовий обвал і різке падіння курсів
2007-...	Світова фінансова криза	Іпотечна криза в США почалася ще в 2006 році. Головною її причиною стало зростання неповернення житлових кредитів неблагонадійними позичальниками. Криза стала помітною і набувати міжнародних масштабів навесні 2007 р., коли New Century Financial Corporation, найбільша іпотечна компанія США, що займається кредитуванням ненадійних позичальників, пішла з Нью-Йоркської фондової біржі. Протягом наступних декількох місяців зазнали збитки або виявилися банкрутами десятки подібних компаній. Улітку криза торкнулася інвестиційних фондів найбільших фінансових компаній, що вклали кошти в іпотечні облігації: Bear Stearns, Goldman Sachs, BNP Paribas. На міжнародних ринках почалася криза ліквідності.	Глобальна світова економічна криза, безпрецедентна за масштабами та наслідками.

* складено на основі [17]

Дані для індексу Dow-Jones за період 1998-2011 роки представлені на рисунку 4.7.

Маємо два виражені цикли з піками в 2000 р. та 2008 р., що повністю співпадає з роками, на які приходився максимум останніх світових криз. Оскільки характер кризи 2000-2002 років, в основному, відносився до фондового ринку, то цілком логічним є те, що історичні максимуми волатильності припадали саме на цей період.

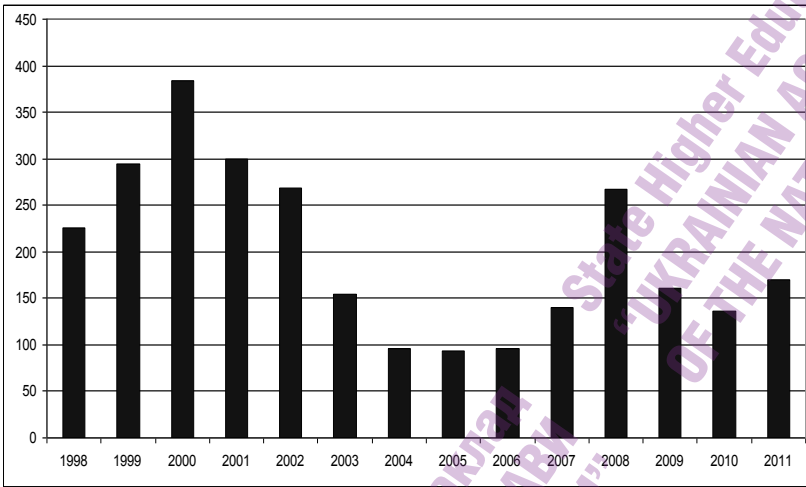


Рис. 4.7. Середньоденні коливання значень індексу Dow-Jones за період 1998-2011 рр.

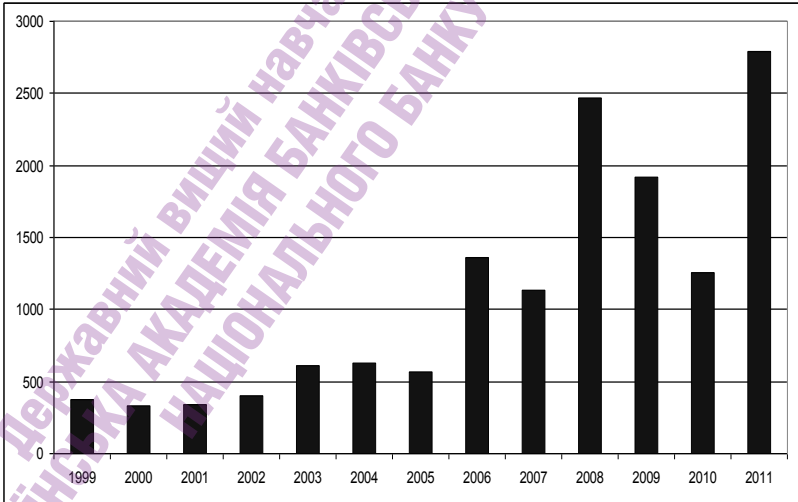


Рис. 4.8. Середньоденні коливання цін на золото за період 1999-2011 рр.

Наступним ринком для аналізу є товарний ринок, на прикладі одного з основних його інструментів – золота. Динаміка волатильності цін на золото за період 1999-2011 роки представлена на рисунку 4.8.

Волатильність золота показала чітку реакцію на поточну світову фінансово-економічну кризу, у той час як криза 2000-2002 рр. фактично була проігнорована, що може бути пояснено її специфікою (основні події відбувалися на фондовому ринку, про що яскраво свідчить динаміка волатильності Dow-Jones). Можемо констатувати факт, що відносно 1999-2000 рр. під час поточної кризи волатильність по золоту зросла в 6-7 разів.

Із проведеного вище аналізу можемо сформулювати наступні висновки:

- простежується певна залежність між динамікою волатильності і світовими кризами – криза призводить до збільшення амплітуди коливань цін на біржові інструменти;

- специфіка кризи має значення – при кризі фондового ринку волатильність за інструментами даного ринку значно зростає, у той час як інші ринки реагують значно менше;

- циклічний характер зміни волатильності може виступати в якості орієнтиру щодо фази розвитку кризи – падіння волатильності вказує на затухання кризових явищ, зростання – на активізацію кризових процесів.

Для того, щоб підтвердити останню тезу, а також спробувати відповісти на питання, чи можна відносно вчасно визначити початок змін у стані світової економіки, щоб почати реагувати на них, нами були розраховані середні значення денних коливань у розрізі окремих місяців за період 2007-2011 рр, тобто час поточної фінансово-економічної кризи.

Основні події поточної глобальної кризи були систематизовані нами від початку до сьогоднішнього дня і представлені в таблиці 4.12.

Як бачимо з даних таблиці 4.12, пік кризи (принаймні станом на сьогоднішній день) прийшовся на вересень 2008 року. Саме на цей період припали ключові події як за кількістю, так і за важливістю.

Таблиця 4.12. Хронологія основних подій поточної світової фінансової кризи*

Дата 1	Події 2
друге півріччя 2006 року	Уперше було заявлено про можливе банкрутство провідних іпотечних агентств США.
березень 2007	Делістинг акцій найбільшої компанії по роботі з ненадійними позичальниками з Нью-йоркської фондової біржі і розоренню інших компаній сектору. Це, у свою чергу, спровокувало масштабне падіння фондових індексів у США.
серпень 2007	Криза на ринку іпотечного кредитування США розповсюдилася на Європу. Світова система почала відчувати дефіцит ліквідності.
вересень 2007	Британський іпотечний банк Northern Rock отримав термінові фінансові вливання в розмірі понад 20 млрд. євро від Англійського Центрального Банку.
кінець 2007	Один із найбільших інвестиційних банків світу Merrill Lynch повідомляє про списання мільярда доларів як збитки. Більшість американських і європейських банків, інвестиційних і хеджевих фондів повідомляють про багатомільярдні збитки.
січень 2008	Обвал світових фондових ринків.
березень 2008	У США посилюються вимоги до банків.
07 вересня 2008	Міністерство фінансів США бере на себе управління двома найбільшими фінансовими інститутами країни – Федеральної національної іпотечної асоціації («Fannie Mae») та Федеральної корпорації житлового іпотечного кредиту («Freddie Mac»), через які фінансувалося близько 70 % усіх операцій по іпотечці в США. Сукупні втрати обох компаній у результаті іпотечної кризи склали близько \$14 млрд. Ринкова капіталізація Fannie Mae впала за цей час із \$40 млрд. до \$7,6 млрд., а Freddie Mac – із \$22 млрд. до \$3,3 млрд.
15 вересня 2008	Оголошує про банкрутство американський інвестиційний банк із 158-річною історією Lehman Brothers. Американські ЗМІ назвали цей день «чорним понеділком».
18 вересня 2008	Відбувається обвал банківських акцій у США. Банк Канади, Банк Англії, Європейський Центральний банк, Федеральна резервна система (ФРС) США, Банк Японії і Швейцарський національний банк оголосили про скоординовані заходи для боротьби з фінансовою кризою. Вони домовилися підтримати фінансові ринки об'єднаними зусиллями за допомогою вливання в банківську систему в цілому \$247 млрд.
20 вересня 2008	Розроблений урядом США екстрений план із порятунку від краху національної банківської і фінансової систем досяг суми в 800 мільярдів доларів.

Продовження табл. 4.12.

1	2
29-30 вересня 2008	Обвал світових індексів акцій почався після того, як нижня палата Конгресу США відхилила «план Полсона». Фондовий ринок США відреагував на відхилення «плану Полсона» безпрецедентним падінням на 7%. Сукупна капіталізація американських компаній знижується на 1,3 трлн. дол.
10 листопада 2008	Китай схвалив план з підтримки економіки на суму в \$536 млрд., розрахований на найближчі роки, що складає більше 18% ВВП країни.
13 лютого 2009	Ухвалення «плану Обама».
1-2 квітня 2009	Саміт G-20 у Лондоні. Прийняті рішення про посилення ролі МВФ, контроль над хедж-фондами і податковими «гаванями».
15 червня 2009	Директор-розпорядник МВФ Домінік Строс-Канн у ході прес-конференції в Астані (Казахстан) заявив, що пік світової економічної кризи пройдений, але сама криза ще не закінчилася.
серпень 2009	Франція та Німеччина «виходять» із рецесії. З квітня по червень економіки цих країн вирости кожна на 0,3%. 17 серпня про вихід із рецесії об'явила Японія.
друге півріччя 2009	Більшість країн світу звітують про поживлення економічної активності та покращення макроекономічних показників.
29-30 вересня 2008	Обвал світових індексів акцій почався після того, як нижня палата Конгресу США відхилила «план Полсона». Фондовий ринок США відреагував на відхилення «плану Полсона» безпрецедентним падінням на 7%. Сукупна капіталізація американських компаній знижується на 1,3 трлн. дол.
10 листопада 2008	Китай схвалив план з підтримки економіки на суму в \$536 млрд., розрахований на найближчі роки, що складає більше 18% ВВП країни.
13 лютого 2009	Ухвалення «плану Обама».
1-2 квітня 2009	Саміт G-20 у Лондоні. Прийняті рішення про посилення ролі МВФ, контроль над хедж-фондами і податковими «гаванями».
15 червня 2009	Директор-розпорядник МВФ Домінік Строс-Канн у ході прес-конференції в Астані (Казахстан) заявив, що пік світової економічної кризи пройдений, але сама криза ще не закінчилася.
серпень 2009	Франція та Німеччина «виходять» із рецесії. З квітня по червень економіки цих країн вирости кожна на 0,3%. 17 серпня про вихід із рецесії об'явила Японія.
друге півріччя 2009	Більшість країн світу звітують про поживлення економічної активності та покращення макроекономічних показників.

* складено на основі [23, 37]



Рис. 4.9. Середньоденні коливання курсу валютної пари EUR/USD за період 2007-2011 роки з помісячною розбивкою*.

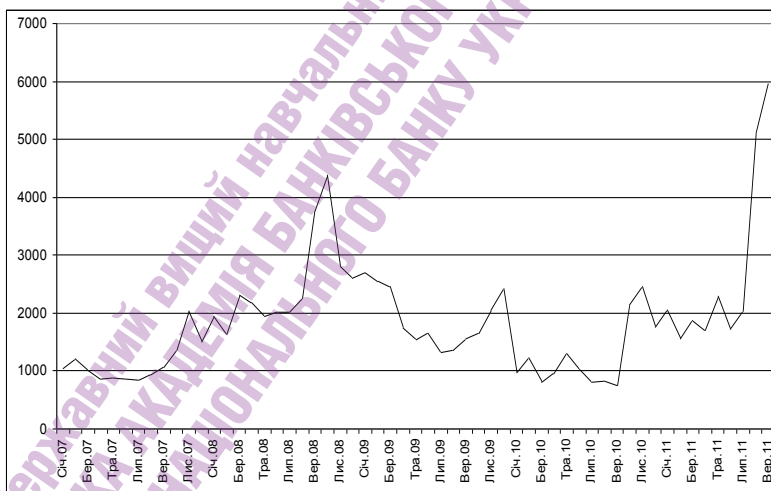


Рис. 4.10. Середньоденні коливання цін на золото за період 2007-2011 роки з помісячною розбивкою.

Як видно з рисунків, принципові зміни в розмірах середньоденних коливань почали відбуватися у вересні-листопаді, перевищуючи середньорічні значення, що співпадає з початком розповсюдження кризи по світу. Тобто коли локальні проблеми США почали

переходити на глобальний рівень, набираючи все нових масштабів. Найбільш показовим моментом є різке зростання волатильності (у декілька разів, навіть значно підвищених значень попередніх місяців) у вересні-листопаді 2008 року, що цілком співпадає з періодом піку кризи.

Оскільки волатильність розраховувалася нами як абсолютний показник, то зростання ціни активу (наприклад, золота з 200 доларів за троїчку унцію до 1000 дол.) цілком логічно призведе до збільшення розміру коливань в абсолютній величині, при тому, що відносна зміна, скажімо 1 % на день, залишиться незмінною. Для того, щоб перевірити, чи насправді проведений нами аналіз є таким, що відображає реальний стан справ, нами було проведено аналогічні розрахунки, але не в абсолютних величинах, а у відносних. Тобто волатильність розраховується як відсоток від ціни активу.

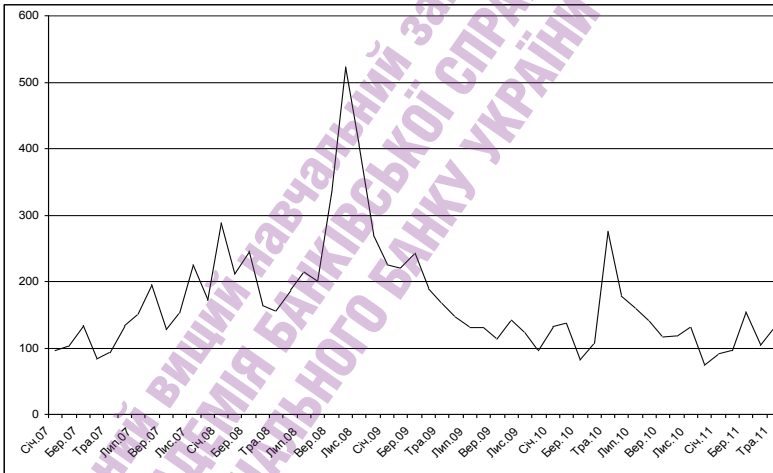


Рис. 4.11. Середньоденні коливання значень індексу Dow-Jones за період 2007-2011 роки з помісячною розбивкою.

На рисунку 4.12 представлена динаміка зміни відносної волатильності для трьох досліджуваних інструментів за період з 1998 по 2011 р, а на рисунку 4.13 представлені аналогічні дані, але в розрізі окремих місяців і за період 2007-2011 р.

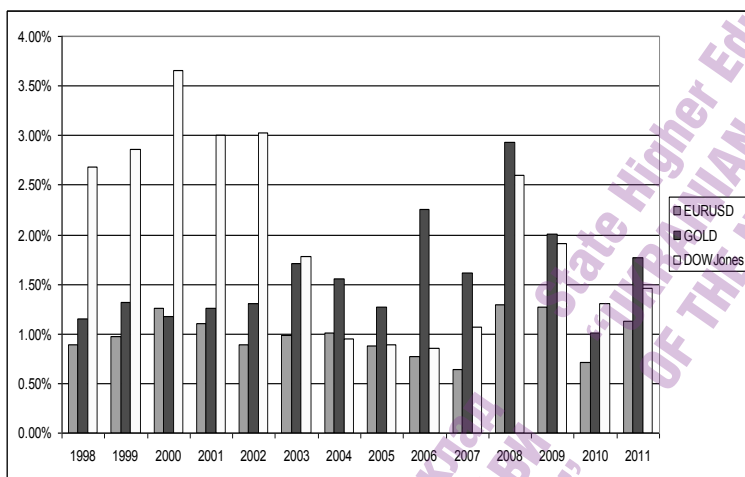


Рис. 4.12. Середньоденні коливання курсу EUR/USD, індексу Dow Jones і цін на золото за період 1999-2011 р.

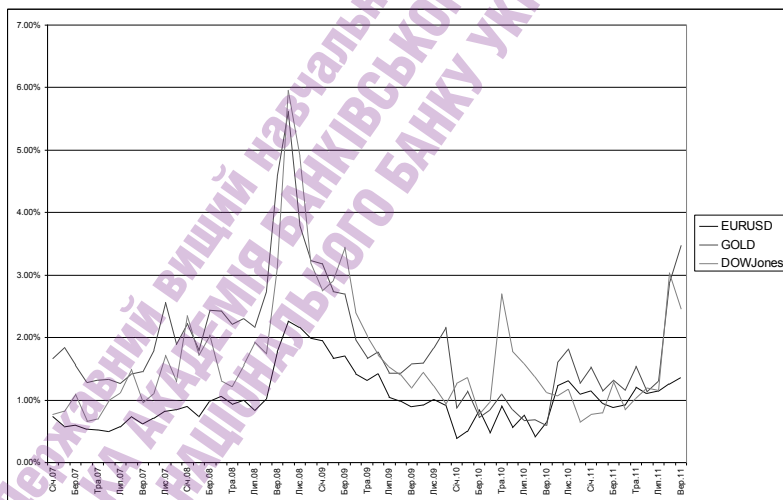


Рис. 4.13. Середньоденні коливання курсу EUR/USD, індексу Dow Jones і цін на золото за період 2007-2011 роки з помісячною розбивкою.

Дані свідчать, що принципової різниці між абсолютними і відносними показниками з точки зору досліджуваних нами ефектів не спостерігається. Дві чіткі фази за індексом Dow Jones залишилися,

при цьому зберігаючи як динаміку поведінки, так і масштаб зміни коливань. Це ж саме стосується і поведінки курсу EUR/USD. Золото дещо змінило зовнішній вигляд динаміки коливань, утім загальна картина залишилася незмінною – різке зростання волатильності в 2006 році та вихід на пікове значення в 2008 році.

Щоб остаточно підтвердити отримані результати, проведемо аналіз відносних показників коливань у розрізі окремих місяців період 2007-2011 років (рис. 4.13). Результати відносних величин у цілому ідентичні результатам при використанні абсолютних значень.

Результати проведеного дослідження, на нашу думку, можна використовувати у двох сферах – макроекономічно-теоретичній (прогнозування кризових явищ у світовій економіці, визначення фази кризи) та практичній (побудова та оптимізація торгових стратегій).

Особливості застосування аналізу волатильності в першій сфері ми, в основному, проаналізували вище. Що стосується побудови та оптимізації торгових стратегій з урахуванням зміни волатильності, то зауважимо наступне.

Практично будь-яку стратегію методом імітаційного моделювання можна «змусити» приносити прибуток. Це здійснюється шляхом підгонки параметрів під певні історичні дані. Отримані параметри можуть деякий час працювати в реальних умовах. Проте навіть найкращі стратегії працюють лише обмежений проміжок часу (при фіксованому наборі параметрів та незмінних їх значеннях). При тому, що глобально в базових станах ринку нічого не міняється: мається на увазі, що ринок або росте, або падає, або знаходиться в бічному тренді і коливається в достатньо вузькому діапазоні.

Чому ж перестають приносити прибуток стратегії, які враховують поточний стан ринку (тренд або флет)?

Відповідь полягає в тому, що при зовнішній постійності своїх станів внутрішні їхні характеристики міняються, що й обумовлює тимчасовий характер параметрів стратегій.

Головне питання полягає в тому, чи можна виділити параметр(и), які б відповідали за поточний стан ринку. У цьому випадку стратегія, яка враховує базовий стан ринку, володіючи набором змінних параметрів, змогла б бути ефективною не на певному проміжку часу, а робити це на постійній основі.

На нашу думку, в якості показника, який би міг постійно корегувати стратегію та автоматично підстроювати її під нові ринкові умови, може виступати волатильність.

Проведений аналіз показав, що простежується чітка залежність між динамікою волатильності і світовими кризами – криза

призводить до збільшення амплітуди коливань цін на біржові інструменти. Специфіка кризи має значення: при кризі фондового ринку волатильність за інструментами даного ринку значно зростає, у той час як інші ринки реагують значно менше. Циклічний характер зміни волатильності може виступати в якості орієнтиру щодо фази розвитку кризи: падіння волатильності вказує на затухання кризових явищ, зростання – на активізацію кризових процесів. Таким чином, ретельно відстежуючи волатильність на різних біржових ринках, можна прогнозувати настання кризи: різке збільшення волатильності – сигнал про можливе настання кризи.

4.3 Нові методи аналізу біржової інформації як запорука конкурентних переваг інституційних інвесторів

Усе більший вплив на ціноутворення на світових біржах здійснюють спекулянти, результатом чого є утворення так званих «бульбашок» з подальшими шоками для національної та світової економіки. Метою спекулянтів є заробіток у відносно короткій проміжок часу на різниці цін на ті чи інші фінансові активи. Значна частина спекулянтів в якості орієнтирів при прийнятті рішень використовують методи технічного аналізу (прогнозування майбутніх цін на базі попередніх значень ціни). Використання досконаліших методів дає перевагу і можливість заробітку на відносно короткострокових коливаннях ринку (у проміжку часу від одного дня до тижня).

Загальні правила технічного аналізу поширюються як на міжнародні валютні ринки, так і на фондові ринки, товарні ринки, ринки похідних фінансових інструментів (деривативів). Таким чином, розробляючи новий технічний індикатор або торговельну стратегію, наприклад, для ринку Форекс, її можна буде застосовувати і для аналізу цін на золото або нафту, фондових індексів і вартості акцій окремих корпорацій.

Серйозним недоліком багатьох торгових стратегій є те, що вони формувалися в певних умовах ринку. Відповідно параметри стратегії, а часом і її логіка визначаються саме тим станом ринку, при якому вони формувалися. Ключовими параметрами більшості стратегій поряд із внутрішньою логікою (алгоритму) є точка входу, розмір прибутку на операцію (take profit) і максимально допустимий розмір збитків на операцію (stop loss). І якщо точка входу визначається алгоритмом стратегії, то take profit і stop loss, як

правило, оптимізуються в процесі тестування стратегії. У той же час динаміка рівня волатильності біржових інструментів, а особливо події другої половини 2008 р. показують, що фіксація даних параметрів у певних абсолютних величинах швидше за все призведе до того, що робоча стратегія невдовзі стане неробочою. Оскільки при зміні стану ринку, представленому, наприклад, розміром денних діапазонів коливань, будуть змінюватися і параметри take profit, stop loss, тому що вони фактично перебувають у функціональній залежності від рівня волатильності.

Як видно з рисунку 4.12, середньорічний розмір денних коливань постійно змінюється, і якщо на початку 2000-их років діапазон цих коливань був не дуже значний, то в 2008 році, наприклад, порівняно з 2007 роком він збільшився майже в 2 рази. Тобто умови роботи змінилися і змінилися дуже сильно. А, значить, має модифікуватися стратегія роботи згідно з новими умовами.

Потенційним виходом із цієї ситуації є визначення ключових параметрів торгової стратегії, виходячи з поточних ринкових реалій (в якості одного з показників поточного стану ринку може виступати ринкова волатильність у вигляді середньоденної амплітуди коливань цін того чи іншого біржового активу). Для цього можна застосовувати статистичний апарат і побудувати індикатор, який би давав точки входу з урахуванням поточного стану ринку і міг відповідно реагувати і модифікуватися в залежності від стану ринку.

Таким чином, актуальними є дослідження, присвячені пошуку та апробації нових ідей з визначення часу і місця входу в позицію з метою максимізації заробітку. Дуже мало сучасних індикаторів використовують статистичні методи у своїх алгоритмах. Замість цього застосовуються різного роду припущення та співвідношення, часом досить сумнівні. Крім того, рідкісний індикатор дає чіткі й абсолютні орієнтири для роботи (конкретні значення прогнозованого прибутку і максимально допустимого розміру збитків на одну угоду), оскільки працюють з величинами відносними. Параметри ж входу в позицію є найважливішою складовою будь-якої торгової стратегії. У зв'язку з цим виникає ще один дуже важливий момент, який також не враховують більшість сучасних індикаторів і стратегій, побудовані на них, – мінливість ринку. В одних умовах, скажімо, певний набір параметрів у моделі (торговій стратегії) показував себе непогано і був обраний в якості орієнтиру для роботи. Однак після того, як умови змінилися, дані параметри можуть бути цілком невірними, а значить, стане неефективною і стратегія, що на них базується. Тобто

індикатор в ідеалі повинен генерувати параметри угоди, що відповідають поточним ринковим реаліям.

Класом індикаторів, які дозволяють задовольнити дані потреби (умови), є осцилятори. Індикатори цього класу фактично несуть відповідальність за точку входу. Однак особливості розрахунку багатьох сучасних індикаторів даного класу часто призводять до появи передчасних сигналів у разі швидкого й односпрямованого сильного руху ціни. Або ж, навпаки, у разі млявого руху ціни з частими корекціями індикатор не встигає набрати належної сили для генерації сигналу.

Незважаючи на досить широку вивченість даного питання, зважаючи на перелічені вище недоліки, існує необхідність розробки альтернативних (або правильніше сказати, додаткових) підходів до побудови індикаторів осциляторного типу.

На сьогоднішній день немає єдиної точки зору на технічний аналіз та його методи, дієвість яких багато хто ставить під сумнів.

Той чи інший метод можна вважати працездатним, якщо він дає статистично значущі результати. Наприклад, відсоток «правильних входів», що генеруються сигналами того чи іншого індикатора, повинен перевищувати певний поріг. Однак, зауважимо, що кожен із класів індикаторів призначений для певного типу ринку: осцилятори неефективні в разі трендового ринку, а трендові індикатори дають масу помилкових сигналів при відсутності тренду. Критики технічного аналізу, як правило, ігнорують дані положення, аналізуючи дієвість методів технічного аналізу в загальній масі, що і дає їм підстави стверджувати про неефективність технічного аналізу в цілому. Такий підхід до оцінки ефективності технічного аналізу є принципово невірним з причин, що були перелічені вище.

Критерієм ефективності роботи індикаторів та їх результативності має бути статистика та її методи. Якщо індикатор дає статистично значимі результати при тому стані ринку, для роботи в якому він створений, то його можна розглядати як можливий інструмент прогнозування, якщо ж статистична значимість під питанням, то індикатор можна вважати неефективним та непридатним для використання в якості інструменту для прогнозування динаміки майбутніх цін.

Ідея створення альтернативного індикатора осциляторного типу полягає в тому, щоб в основу його побудови покласти співвідношення (показники), які дозволять певним чином врахувати і контролювати мінливість ринку і будуть розраховуватися й оброблятися статистичними методами. Для цього пропонується брати вибірку денних діапазонів (різниця між максимальним і мінімальним значенням

ціни на певний актив за день), здійснювати їх усереднення з метою знаходження середнього діапазону. Оскільки діапазон попереднього дня є більш важливим, ніж діапазон руху, скажімо, місяць тому, то пропонується використовувати при розрахунку формулу зваженого середнього. У ній максимальна вага буде присвоюватися останньому значенню діапазону, а мінімальна – тому періоду, який є точкою відліку (це може бути діапазон руху тиждень або місяць тому, у залежності від періоду індикатора).

В якості мінімальної одиниці періоду можна взяти тиждень (для аналізу – це п'ять днів, оскільки даних за суботу і неділю, як правило, немає – це вихідні дні).

Береться вибірка денних діапазонів, далі здійснюється їх усереднення з метою знаходження середнього значення діапазону.

Таким чином, формула розрахунку середнього діапазону за період буде мати наступний вигляд:

$$aver_dz(n) = \sum Pi * (HIGH(i) - LOW(i)) / \sum Pi \quad (4.6),$$

де $aver_dz$ – середнє значення денного діапазону за період n ;
 n – період усереднення, що показує кількість днів (періодів) беруть участь у розрахунку середнього;
 Pi – вага i -го елемента, що дорівнює $(n-i+1)$;
 $HIGH(i)$ – максимальне значення курсу за i -ий період;
 $LOW(i)$ – мінімальне значення курсу за i -ий період.

В основу роботи запропонованого індикатора покладено закон нормального розподілу, згідно з яким зона, сформована середнім значенням \pm -середньоквадратичне відхилення, покриває 68 % значень випадкових величин. Для зони \pm - 3 середньоквадратичних відхилення – це буде вже 99,7 %. Тобто даний закон дає нам можливість, базуючись на статистичному аналізі даних денних діапазонів, із заздалегідь відомою ймовірністю визначати діапазон сьогоднішній. Що дає великі можливості для внутрішньоденного трейдингу.

Перш ніж приступати до практичного застосування властивостей закону нормального розподілу в трейдингу, кілька слів про цей закон і чому саме він був обраний в якості основи при побудові індикатора.

Нормальний розподіл, також званий розподілом Гауса, – розподіл ймовірностей, при якому результуюча величина схильна до впливу величезного числа випадкових факторів [111].

Центральна гранична теорема Чебишева: Якщо випадкова величина піддається впливу нескінченного числа нескінченно малих випадкових факторів, то вона має нормальний розподіл [88].

Випадковою величиною називається величина, яка в результаті досвіду може приймати те чи інше значення, причому заздалегідь відомо, яке саме [64].

Кілька слів щодо вживання поняття випадкова величина, стосовно до цін на біржові активи. Розглянемо на прикладі валютних курсів – біржових активів міжнародного валютного ринку. Згідно з положеннями фундаментального аналізу рух курсів визначається макроекономічними показниками, політичними та іншими факторами. Тобто ніяк не є випадковим. Це в теорії, однак на практиці факторів, що впливають на рух курсів, настільки багато, їхній вплив настільки різнонаправлений, що в кінцевому підсумку рух набуває характеру випадкових коливань (принаймні на обмеженому часовому проміжку). Нами розглядається саме обмежений проміжок часу. До того ж кожен день роботи ринку дає привід стверджувати, що реакція цін на активи, принаймні в рамках одного дня на ту чи іншу новину, може бути абсолютно непередбачуваною і не відповідати класичному розумінню про реакцію на даний тип новин. Наприклад, вихід позитивних для економіки США даних зовсім не означає, що курс долара буде зміцнюватися – він може як вирости, так і впасти, або ж взагалі залишитися без серйозних змін.

Що ж до технічного аналізу, то одними з його основних постулатів є твердження, що ціни рухаються направлено і цей рух обумовлений минулими значеннями цін. Однак на курс, крім тиску його минулих значень і поточних тенденцій, впливає і маса інших факторів фундаментального характеру. І якщо на тривалих проміжках часу вплив більш-менш незначних факторів може перетворюватися в «шум», то чим меншим є проміжок часу, тим помітніше їхній вплив на курсові коливання.

Загальний висновок наступний: на незначних за тривалістю проміжках часу коливання курсів можна вважати випадковими величинами.

Таким чином, денні діапазони цілком підходять під опис випадкових величин. Тим не менш, для того, щоб підтвердити наші логічні викладки, нами були проведено аналіз «нормальності» за допомогою спеціально розроблених для цього критеріїв.

Оскільки нормальний розподіл часто зустрічається на практиці, то для нього розроблені спеціальні статистичні критерії перевірки на «нормальність»:

- критерій Пірсона;
- критерій Колмогорова-Смірнова;
- критерій Андерсона-Дарлінга;
- критерій Жака-Бера;
- критерій Шапіро-Вілка;
- «графік нормальності» – не стільки критерій, скільки графічна ілюстрація: точки спеціально побудованого графіка повинні лежати майже на одній прямій [98].

Для перевірки денних діапазонів змін біржових цін було використано критерій Пірсона. Для цього випадково було відібрано 100 послідовних значень діапазонів денних діапазонів коливань курсу валютної пари EUR/USD за період 2006-2008 рр. (табл. 4.13).

Таблиця 4.13. **Перевірка динаміки зміни курсу валютної пари EUR/USD на «нормальність»**

	2006	2007	2008
Кількість значень	100		
Середнє	80,14	73,62	145,19
Стандартне відхилення	28,37	24,5	51,67
Довірча ймовірність	0,95		
Тестова статистика	6,1	9,37	9,12
Хі-квадрат розподілу ($h_{i(p=0,95, f=7)}$)	14,1		
Висновок	дані підкоряються нормальному закону розподілу		

Таким чином, денні діапазони змін біржових цін підкоряються закону нормального розподілу, а отже, визначивши зону «середнє +/- сигма (середньоквадратичне відхилення)» можна ще до початку торгової сесії визначити верхню і нижню межу діапазону зміни ціни на певний біржовий актив з імовірністю 68 % (згідно із законом нормального розподілу), що є непоганою передумовою для побудови торгової стратегії на базі цього. В основі торгової стратегії буде лежати індикатор, побудований на зазначених вище передумовах, який ми умовно назвали «Діапазоній» або скорочено «DZ».

Є два підходи до побудови даного індикатора. Перший – у відносних величинах, при цьому будемо використовувати скорочення RDZ, другий – в абсолютних – скорочення DZ.

Дані, які використовуються для побудови індикатора, та їхні умовні позначення наведено в таблиці 4.14.

Таблиця 4.14. Дані, що використовуються для побудови індикаторів технічного аналізу DZ та RDZ

Назва параметру	Умовне позначення для індикатору RDZ	Умовне позначення для індикатору DZ
Середній діапазон	MD	aver_dz
Середньоквадратичне відхилення діапазону	S	sigma
Поточна ціна	P	-
Поточний максимум (максимум сьогоднішнього дня)	High	-
Поточний мінімум (мінімум сьогоднішнього дня)	Low	-
Ціна відкриття дня	Open	-
Поточний денний діапазон	TD	-

Період індикатора (n) – кількість днів, які беруть участь у розрахунку середнього. За замовчуванням – 22 (що приблизно відповідає одному календарному місяцю, оскільки за місяць робочих днів приблизно таке число)

Алгоритм розрахунку індикатору RDZ наведено на рис. 4.15.

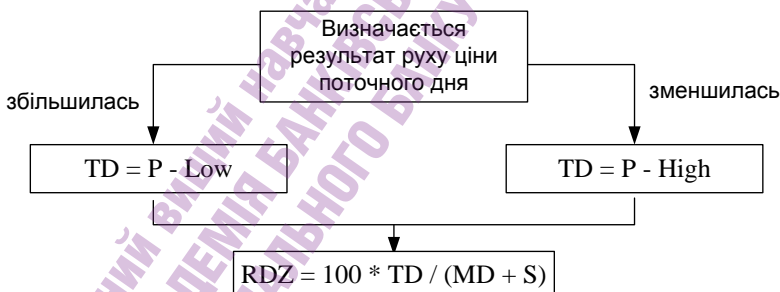


Рис. 4.15. Алгоритм розрахунку індикатору RDZ

Таким чином, підсумкова формула для розрахунку поточного значення індикатора RDZ має наступний вигляд (формула 4.7):

$$RDZ = 100 * TD / (MD + S) \quad (4.7),$$

де MD – середній діапазон;

S – середньоквадратичне відхилення діапазону;

$TD = P - High$, якщо $(Open - P) > 0$;

$TD = P - Low$, якщо $(Open - P) < 0$;

P – поточна ціна;

$Open$ – ціна відкриття дня;

$High$ – поточний максимум (максимум сьогоднішнього дня);

Low – поточний мінімум (мінімум сьогоднішнього дня).

Візуально індикатор RDZ виглядає наступним чином (рис. 4.16).

Де ± 100 – верхні межі індикатора. Досягнення даних кордонів говорить про сильний рух у поточному періоді, що перевищує середній діапазон, скоригований на середньоквадратичне відхилення.

Можливою альтернативою для побудови індикатора на базі денних діапазонів є використання не відносних, а абсолютних величин. У такому разі у нас утворюється кілька сигнальних ліній.

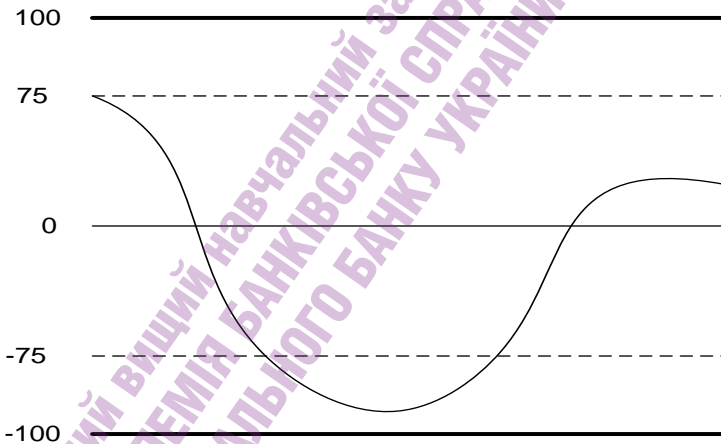


Рис. 4.16. Модель зовнішнього вигляду індикатора RDZ

Графічно це буде мати такий вигляд (рис. 4.17).

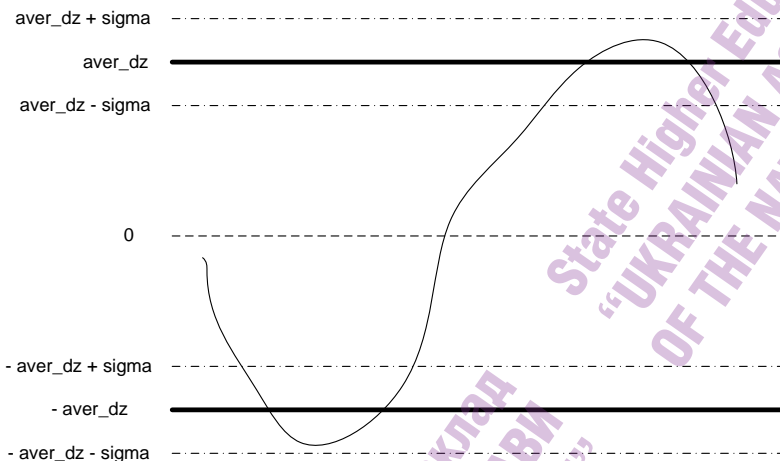


Рис. 4.17. Модель зовнішнього вигляду індикатора DZ

Лінії середнього діапазону (+/-), а також лінії, що відображають зони середнього діапазону, скорегованого на середньоквадратичне відхилення. Таким чином, ми отримуємо графічне зображення зон, у межах яких з ймовірністю 68 % має перебувати денний діапазон на поточний день. Вхідження поточного діапазону в ці зони дає сигнал для початку операцій і, крім того, відкриває можливості для відкриття додаткових позицій у залежності від досягнення відповідних зон.

Що стосується реального втілення індикатора DZ, то зовні він виглядає наступним чином (рис. 4.18) (даний малюнок є скріншотом торгового терміналу MetaTrader, де індикатор DZ виступає в якості користувацької настройки, реалізованої автором на внутрішній мові програмування даного торгового терміналу – Metaquotes Language).

Індикатор представляє собою три червоні лінії (зони продажу, що визначають відповідно $aver_dz - sigma$, $aver_dz$, $aver + sigma$), три сині лінії (зони покупки, визначають відповідно $aver_dz + sigma$, $-aver_dz$, $-aver_dz + sigma$), а також сигнальна зелена лінія, що визначає сьогоднішній діапазон (його величину).

Підхід до сигналів пропонованих у роботі індикаторів застосовується той самий, що характерний для індикаторів класу осцилятори.

Точки входу визначаються зонами перекупленості/перепроданості.



Рис. 4.18. Зовнішній вигляд індикатора DZ у торговому терміналі MetaTrader

Для індикатора RDZ в якості зони перекупленості пропонується значення +80, для перепроданості - 80. Дані значення були визначені, виходячи з того, що перший вхід слід здійснювати із зони «середнє мінус сигма».

Відповідно при перетині зон перекупленості/перепроданості за фактом розвороту індикатора приймається рішення про вхід у позицію: відкриття короткої позиції в зоні перекупленості, довгої – у зоні перепроданості.

Закриття позиції відбувається за фактом відпрацювання осциляторного сигналу – тобто, якщо продавали, то вихід із короткої позиції відбувається в зоні перепроданості (відповідає значенню RDZ, рівному -80), якщо купували – вихід із довгої позиції відбувається в зоні перекупленості (відповідає значенню RDZ, що дорівнює 80).

Трактування індикатора DZ ще простіше – в якості зони перекупленості береться значення «середнє плюс сигма», в якості перепроданості – «мінус середнє мінус сигма». Важливою відмінністю від сигналів RDZ є точки виходу з позиції, тобто стоп-лос (величина максимально допустимих збитків на позицію) і тейк-профіт (величина

планового прибутку на позицію). Стоп-лос визначається як перевищення межі середнє плюс 3 сигми (дане значення діапазону характеризує його як край аномальне з точки зору статистики, тобто на ринку відбувається сильний рух, що не відповідає типовій поведінці ринку, тому подальше перебування в позиції в даному випадку може значно збільшити збитковість позиції, а отже, її треба закрити). Тейк-профіт пропонується встановлювати в розмірі 150 % середнього діапазону як величину, яка приблизно описує розмір коливання, необхідного для входу в зону протилежної перекупленості/перепроданості.

Таким чином, було розглянуто базові підходи до побудови індикаторів DZ і RDZ, проаналізовано основи роботи з ними і запропоновано моделі їхнього зовнішнього вигляду. Однак аналіз буде неповним, якщо не розглянути їхню ефективність у порівнянні з існуючими індикаторами даного класу.

Для того, щоб оцінити якість роботи пропонованих індикаторів, порівняємо результат їхньої роботи з найбільш відомим і часто вживаним індикатором осциляторного типу – RSI (Relative Strengths Index).

В якості об'єкту аналізу було обрано валютну пару EUR/USD. Інструментом для тестування індикаторів виступила платформа MetaTrader. Алгоритм програми був реалізований за допомогою вбудованої мови програмування MetaLanguage. Саме тестування (оцінка різних варіантів стратегій) здійснювалося шляхом імітаційного моделювання в програмі MetaTrader. Періодом тестування було обрано 2010 рік, а також два місяці 2011 року для того, щоб збільшити репрезентативність вибірки. Тестування було помісячним. Періоди індикаторів: RSI – 14, DZ / RDZ – 9. Точки входу із зон перекупленості/перепроданості (для RSI скористаємося класичними параметрами, рекомендованими розробником 70/30, для DZ – вони були описані вище). Утримання позиції відбувається до моменту отримання протилежного сигналу від індикатора.

Результати тестування представлені в таблиці 4.15.

Результати індикатора RSI чітко вказують на його осциляторну природу – він показує відмінні результати на флетовому ринку (до 80 % успішних угод) і вкрай нестабільні й низькі результати на трендовому ринку (результативність опускається нижче 50 %, часом досягаючи значення в 0 % успішних угод від загального числа). При цьому відзначимо загальну збитковість індикатора за аналізований період як у випадку аналізу періоду в цілому, так і при використанні помісячної розбивки. Загальний фінансовий результат склав -1254 та -1170 ум. грош. од. за період. Що стосується середніх результатів, то

середньомісячний збиток дорівнює 126 ум. грош. од. при середній ймовірності правильного ходу в позицію 46 %.

Таблиця 4.15. Результати тестування індикатора RSI у 2010 – початку 2011 рр. з помісячною розбивкою та в цілому за період

Період	Тип ринку	Кіл-ть угод	Відсоток успішних (%)	Фінансовий результат
Січень 2010	Низхідний тренд	5	80	-38
Лютий 2010	Флет	10	70	648
Березень 2010	Флет	10	70	520
Квітень 2010	Флет	5	40	-371
Травень 2010	Низхідний тренд	5	40	110
Червень 2010	Висхідний тренд/флет	3	0	-432
Липень 2010	Висхідний тренд	5	40	-391
Серпень 2010	Низхідний тренд/флет	2	0	-533
Вересень 2010	Висхідний тренд	3	0	-899
Жовтень 2010	Флет	7	71	166
Листопад 2010	Низхідний тренд	4	25	-1116
Грудень 2010	Флет	7	85	440
Січень 2011	Висхідний тренд	6	50	-224
Лютий 2011	Флет	7	71	380
РАЗОМ	-	79	46	-1770
У середньому	-	6	46	-126
Весь період	-	72	57	-1254

Пояснимо, що розуміється під умовними грошовими одиницями. Фактично це долари США за умови, що обсяг позиції, який відкривався, дорівнював міні-лоту (1/10 стандартного лота), що еквівалентно операції з купівлі / продажу 10 000 євро.

Наступним етапом тестування була оцінка результатів роботи індикатора DZ, результати якого представлені в таблиці 4.16.

Результати індикатора DZ також вказують на його приналежність до класу осциляторів. Позитивним моментом, на наш погляд, є серйозні відмінності в результатах роботи (порівняно з RSI), що говорить про те, що даний індикатор є принципово іншим не тільки по суті чи за методикою розрахунку, але й за результатами тестування – він працює по-іншому. Що стосується результатів, то загальний фінансовий результат виявився значно краще індикатора RSI, що з урахуванням набагато гіршого показника відсотка успішних угод (32 % DZ проти 46 % у RSI) говорить про значний його

потенціал за умови підвищення відсотка успішних угод, що цілком можливе за умови заборони його роботи під час існування тренду на ринку.

Таблиця 4.16. Результати тестування індикатора DZ у 2010 – початку 2011 рр. з помісячною розбивкою в цілому за період

Період	Тип ринку	Кіл-ть угод	Відсоток успішних (%)	Фінансовий результат
Січень 2010	Низхідний тренд	9	22	-319
Лютий 2010	Флет	11	45	465
Березень 2010	Флет	12	50	306
Квітень 2010	Флет	8	38	16
Травень 2010	Низхідний тренд	11	46	189
Червень 2010	Висхідний тренд/флет	7	43	-238
Липень 2010	Висхідний тренд	7	14	-571
Серпень 2010	Низхідний тренд/флет	9	33	-44
Вересень 2010	Висхідний тренд	10	10	-876
Жовтень 2010	Флет	10	40	262
Листопад 2010	Низхідний тренд	12	33	1
Грудень 2010	Флет	7	57	124
Січень 2011	Висхідний тренд	10	30	-620
Лютий 2011	Флет	7	29	-25
РАЗОМ	-	130	32	-1330
У середньому	-	9	35	-95
Весь період	-	118	32	-1344

Незважаючи на те, що принципи роботи індикаторів DZ і RDZ ідентичні, проте умови входу і виходу дещо відрізняються, особливо щодо підтримки існуючих позицій. Тому нами був проведений аналіз роботи індикатора RDZ, результати якого представлені в таблиці 4.17.

Результати роботи індикатора RDZ досить сильно відрізняються від результатів DZ, що багато в чому пов'язане з моментом виходу з позиції, який досить сильно відрізняється у них. RDZ діє як класичний осцилятор і закриває відкриту позицію в зоні перекупленості/перепроданості, що протилежна зоні входу в позицію, не використовуючи при цьому механізми стоп-лос і тейк-профіт, які, натомість, були задіяні в індикаторі DZ. При режимі роботи без помісячного розбиття тим не менш індикатор RDZ показав найкращі результати. У той же час при використанні помісячної розбивки загальний фінансовий результат виявився, навпаки, гіршим. Це свідчить про значну чутливість алгоритму до втручання в його роботу, що фактично відбувається у випадку з помісячною розбивкою,

коли позиції примусово закриваються наприкінці кожного місяця. У той же час відсоток успішних операцій у середньому становив 58 %, що є найкращим серед аналізованих результатів.

Таблиця 4.17. Результати тестування індикатора RDZ в 2010 – початку 2011 рр. з помісячною розбивкою в цілому за період

Період	Тип ринку	Кіл-ть угод	Відсоток успішних (%)	Фінансовий результат
Січень 2010	Низхідний тренд	6	83	-95
Лютий 2010	Флет	7	71	321
Березень 2010	Флет	10	80	354
Квітень 2010	Флет	5	60	-242
Травень 2010	Низхідний тренд	6	67	-252
Червень 2010	Висхідний тренд/флет	7	86	656
Липень 2010	Висхідний тренд	4	25	-623
Серпень 2010	Низхідний тренд/флет	5	80	0
Вересень 2010	Висхідний тренд	4	50	-666
Жовтень 2010	Флет	7	43	-6
Листопад 2010	Низхідний тренд	5	20	-990
Грудень 2010	Флет	3	33	-236
Січень 2011	Висхідний тренд	5	60	-520
Лютий 2011	Флет	5	60	77
РАЗОМ	-	79	58	-2222
У середньому	-	6	58	-159
Весь період	-	113	32	-974

Головні висновки за результатами тестування індикаторів RDZ і DZ полягають у тому, що кожен із них має свої переваги, спробувавши об'єднати які можна домогтися певного синергетичного ефекту, тобто поліпшити результати тестування. Нами був запропонований наступний варіант гібридного індикатора DZ/RDZ – вхід у позицію на рівні $RDZ = 80$, $stop-loss = 3 * \sigma$, $take-profit = 1,5 * aver_dz$. У процесі тестування гібридного індикатора були отримані наступні результати (табл. 4.18).

Використання гібридного індикатора дозволило поліпшити всі показники: відсоток успішних угод, середній результат по місяцю, фінансовий результат як при помісячній розбивці, так і при використанні суцільного тестування.

Підводячи підсумки аналізу результативності класичного осциляторного індикатора RSI і розробленого нами індикатора DZ/RDZ, можемо представити результати їхнього порівняння у вигляді таблиці 4.19.

Таблиця 4.18. Результати тестування індикатора RDZ/DZ у 2010 – початку 2011 рр. з помісячною розбивкою в цілому за період

Період	Тип ринку	Кіл-ть угод	Відсоток успішних (%)	Фінансовий результат
Січень 2010	Низхідний тренд	8	25	-310
Лютий 2010	Флет	11	45	479
Березень 2010	Флет	12	50	309
Квітень 2010	Флет	8	38	22
Травень 2010	Низхідний тренд	10	50	377
Червень 2010	Висхідний тренд/флет	6	67	382
Липень 2010	Висхідний тренд	7	14	-572
Серпень 2010	Низхідний тренд/флет	8	38	-47
Вересень 2010	Висхідний тренд	8	0	-908
Жовтень 2010	Флет	9	44	270
Листопад 2010	Низхідний тренд	12	25	-93
Грудень 2010	Флет	6	50	-23
Січень 2011	Висхідний тренд	10	30	-614
Лютий 2011	Флет	8	38	159
РАЗОМ	-	123	37	-569
У середньому	-	9	37	-41
Весь період	-	113	32	-974

Як бачимо, результативність роботи гібридного варіанта індикатора DZ/RDZ перевищує результативність індикатора RSI (-569 ум. грош. од. збитку індикатора DZ/RDZ проти -1770 ум. грош. од. збитку в індикатора RSI при щомісячній фіксації результату). Середньомісячний результат DZ/RDZ перевищує середньомісячний результат RSI в три рази при тому, що відсоток успішних операцій у RSI вище. Що говорить про те, що DZ/RDZ краще «розуміє» ринок і здатний адаптуватися до змін, які в ньому відбуваються. У той же час досить очевидним є той факт, що використання даного індикатора в чистому вигляді (як готової стратегії) не дає належного ефекту, тобто необхідно використовувати трендові індикатори в якості додаткових критеріїв, які б дозволяли чи забороняли відкриття позицій на базі сигналів індикаторів DZ/RDZ. Головною перевагою даного індикатора є навіть не стільки підвищена ймовірність правильних входів щодо існуючих аналогів, скільки наявність більш-менш чітких орієнтирів для побудови торгової стратегії, причому не у відносних, а абсолютних величинах – пунктах. Оперуючи значенням середньоквадратичного відхилення, можна виставляти конкретні (у пунктах) значення стопів і профітів, що є дуже важливим при побудові торгової стратегії. Приміром, стоп можна порівняти до трьох сигм, таким чином, ми покриваємо

99,7 % потенційних значень цін у поточному денному діапазоні (що відповідає суті стопа – він повинен спрацьовувати лише в екстремних, аномальних ситуаціях), а профіт – визначати як сигма, помножена на певний коефіцієнт, який можна визначити шляхом тестування або ж як величину середнього діапазону, скориговану на певний коефіцієнт.

Таблиця 4.19. Результати тестування індикаторів RSI та DZ/RDZ у 2010 – початку 2011 рр. з помісячною розбивкою в цілому за період

Період	Тип ринку	Кіл-ть угод		Відсоток успішних (%)		Фінансовий результат	
		RSI	DZ/RDZ	RSI	DZ/RDZ	RSI	DZ/RDZ
Січень 2010	Низхідний тренд	5	8	80	25	-38	-310
Лютий 2010	Флет	10	11	70	45	648	479
Березень 2010	Флет	10	12	70	50	520	309
Квітень 2010	Флет	5	8	40	38	-371	22
Травень 2010	Низхідний тренд	5	10	40	50	110	377
Червень 2010	Висхідний тренд/флет	3	6	0	67	-432	382
Липень 2010	Висхідний тренд	5	7	40	14	-391	-572
Серпень 2010	Низхідний тренд/флет	2	8	0	38	-533	-47
Вересень 2010	Висхідний тренд	3	8	0	0	-899	-908
Жовтень 2010	Флет	7	9	71	44	166	270
Листопад 2010	Низхідний тренд	4	12	25	25	-1116	-93
Грудень 2010	Флет	7	6	85	50	440	-23
Січень 2011	Висхідний тренд	6	10	50	30	-224	-614
Лютий 2011	Флет	7	8	71	38	380	159
РАЗОМ	-	79	123	46	37	-1770	-569
У середньому	-	6	9	46	37	-126	-41
Весь період	-	72	113	57	32	-1254	-974

Таким чином, запропоновані методичні підходи розвивають існуючу науково-методологічну базу аналізу біржової діяльності, є більш досконалішими та такими, що відповідають реальному стану речей та поведінці ринку, про це, зокрема, свідчать результати оцінки ефективності розроблених на базі цих підходів технічних індикаторів та їх порівняння з існуючими індикаторами даного класу. Більш досконалі методи аналізу, у свою чергу, створюють передумови для зниження рівня інформаційної асиметрії навколо того чи іншого біржового активу, надаючи в той же час їх користувачеві тимчасову інформаційну перевагу, що може бути трансформована у прибутки за рахунок здійснення біржових спекуляцій на основі торгової стратегії, побудованої відповідно до розроблених методичних підходів.

ВИСНОВКИ

Важливість інституційних інвесторів для розвитку фондового ринку, їхня роль у ціноутворенні на фінансові активи є незаперечною, а наявність добре розвинутого фондового ринку стає запорукою реалізації ефективних інвестиційних стратегій. Актуальності набуває адекватний аналіз біржової інформації, результати якого стають запорукою ефективної роботи цих фінансових посередників з різними видами цінних паперів.

На підставі проведеного аналізу діяльності різних інституційних інвесторів в Україні показано, що існують суттєві диспропорції в їхньому розвитку, відзначено домінування комерційних банків у сфері вкладень коштів у цінні папери, нерозвиненість системи недержавного пенсійного забезпечення. Очевидним є екстенсивний розвиток цих фінансових посередників, а отже, конкуренція в цій сфері може бути охарактеризована як обмежена, хоча в цілому позначається, що модель розвитку фінансових ринків є банкоцентричною, тому інші інституційні інвестори не можуть активно конкурувати з банками. Усі ці проблеми накладаються на недостатній розвиток організованого фондового ринку. Обсяги торгів на таких фондових майданчиках залишаються невисокими, що призводить до існування проблем з ліквідністю при проведенні операцій купівлі-продажу цінних паперів.

Ще більш очевидними зазначені проблеми стають при порівнянні українських реалій із загальносвітовими тенденціями. У розпорядженні інституційних інвесторів знаходяться фінансові активи на десятки трильйонів доларів США, а роль пенсійних фондів, страхових компаній, взаємних фондів на світових фінансових ринках є домінуючою. Від операцій цих фінансових посередників залежать не тільки робота фондових ринків, а й економічний розвиток країн у цілому, хоча кожна держава має свою специфіку і показники діяльності інституційних інвесторів.

Взаємна залежність між інституційними інвесторами та фондовим ринком породжує необхідність пошуку першопричини: хто саме є рушійною силою розвитку – фондовий ринок чи інституційні інвестори. Однозначної відповіді на це питання знайти неможливо, адже специфіка кожного виду інституційний інвесторів є такою, що їхня взаємодія з фондовим ринком може суттєво відрізнятись, хоча є очевидними позитивні результати розвитку

інституційних інвесторів на фондовий ринок і навпаки. Теза про те, що інституційні інвестори можуть підтримувати розвиток фондового ринку на його ранніх стадіях, у той час як саме фондовий ринок впливає на розвиток інституційних інвесторах на більш пізніх стадіях своєї еволюції, була підтверджена в ході емпіричних досліджень їхньої взаємодії на прикладі України. Зокрема, підтверджено, що на даному етапі розвитку фондового ринку спостерігається досить активний вплив інституційних інвесторів на фондовий ринок (особливо з боку банків та ІСІ), у той час як сам фондовий ринок визначає розвиток системи інституційного інвестування лише частково.

Наслідками активного впливу інституційних інвесторів на фондовий ринок можуть бути структурні та інфраструктурні зміни на ньому. Це підтверджено прикладами зі світового досвіду, а проблеми країн, що розвиваються, акцентовано окремо, як такі, що є актуальними і для України. Їх вирішення стане запорукою подальшого успішного розвитку як фондового ринку, так і інституційних інвесторів.

Аналіз біржової інформації є однією з головних складових ефективної діяльності інституційних інвесторів. Існуючі на сьогодні підходи до аналізу біржової інформації, прогнозування цін на біржові активи є неоднозначними за своєю суттю та результативністю з точки зору їх практичного використання. У той же час очевидним є те, що використання більш прогресивних та оригінальних методів аналізу біржової інформації виступає запорукою здобуття інституціональними інвесторами конкурентних переваг та джерелом підвищення ефективності їхньої діяльності.

У роботі було проведено не тільки аналіз існуючої методології з аналізу біржової інформації, але й запропоновані нові методологічні підходи до аналізу та прогнозування цін на біржові активи.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Айвазян С. А., Енюков И. С., Мешалкин Л. Д. Прикладная статистика: Основы моделирования и первичная обработка данных [Текст] / С.А. Айвазян, И.С. Енюков, Л.Д. Мешалкин. – М.: Финансы и статистика, 1983. – 471 с.
2. Архів котирувань Marketwatch [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.marketwatch.com>
3. Архів котирувань Yahoo! Finance [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://finance.yahoo.com/>
4. Архів котирувань компанії MetaQuotes [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.metaquotes.net>
5. Архів котирувань РБК [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://export.rbc.ru>
6. Архів котирувань сайту www.q-trading.ru [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://q-trading.ru/index.php/data/>
7. Балаганский И. А. Природные и техногенные катастрофы. Учебное пособие [Текст] / И. А. Балаганский. – Новосибирский государственный технический университет. – Новосибирск. – 2003. – 55 с.
8. Батлер Б., Джонсон Б., Сидуэлл Г., Вуд Э. Финансы: Оксфордский толковый словарь [Текст] / Б. Батлер, Б. Джонсон, Г. Сидуэлл, Э. Вуд. – М.: Изд-во «Весь Мир», 1997. – 496 с.
9. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента. Т.2. [Текст] / И.А. Бланк. – К.: Эльга-Н, Ника-центр, 2001. – 512 с.
10. Борисов А. Б. Большой экономический словарь [Текст] / А.Б. Борисов. – М.: Книжный мир, 2004. – 860 с.
11. Брейлі Р., Майерс С. Принципи корпоративних фінансів / Пер. з англ. Н. Баришникової [Текст] / Р. Брейлі, С. Майерс – М: ЗАТ «Олімп-бізнес». – 2008. – С. 324–329.
12. Бушуева Л. И. Статистическая проверка значимости результатов маркетинговых исследований / Л. И. Бушуева // Маркетинг в России и за рубежом. – №1. – 2005. – С. 24–28.
13. Валютные «качели» имени старины Сороса // [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.economica.com.ua/finance/index.php4/article/108203.html>
14. Ватаманюк З. Г. Розвиток інституційного інвестування в Україні [Текст] / З. Г. Ватаманюк, Т. М. Кушнір // Фінанси України. – 2007. – №3. – С. 124–130.

15. Гипотеза эффективного рынка [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.allfi.biz/glossary/eng/E/emh.php>

16. Государственная власть и предприятие: от команды к партнеру / Под ред. Ю. М. Осипова [Текст] / Ред. Ю. М. Осипова. – М.: Междунар. отношения, 1991. – 366 с.

17. Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе: Краткая история подъемов и кризисов: от Ликурга до Алана Гринспена [Текст] / Л. Е. Гринин, А. В. Коротаев – М.: ЛИБРОКОМ. – 2010. – 336 с.

18. Денисов Д. А. Моделирование формирования и коллапса ценовых пузырей в процессах финансового трейдинга: диссертация ... канд. экон. наук: 08.00.13 / Денисов Дмитрий Алексеевич: [Место защиты: Кисловод. ин-т экономики и права]. – 126 с. ил.

19. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Партин Г. О. Інвестиційний словник: Навч. посібник. [Текст] / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Г.О. Партин. – Львів: Видавництво «Бескид Біт», 2005. – 512 с.

20. Иванов Г. И. Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования. [Текст] / Г.И. Иванов. – Ростов н/Д: Феникс, 2002. – 352 с.

21. Инвестиции [Текст] / Г. П. Подшиваленко и др. 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2006. – 200 с.

22. Инструментов К. С. Роль иррациональных факторов в формировании стратегий участников мирового фондового рынка [Текст] / К. С. Инструментов // Вестник Московского университета. – Серия 6. Экономика. – № 2. – 2009. – С. 27–37.

23. Как это было: Хронология развития финансового кризиса: апрель–июнь 2009 г. [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.bishelp.ru/ekonomika/detail.php?ID=80276>

24. Катастрофа. Материал из Википедии – свободной энциклопедии [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/wiki/%C3%A0%F2%F0%F1%F2%F0%EE%F4%E0>

25. Катастрофы и катаклизмы [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://catastrofe.ru/>

26. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки, деньги [Текст] / Д.С. Кидуэлл, Р.Л. Петерсон, Д.У. Блэкуэлл. – СПб: Издательство «Питер», 2000. – 752 с.

27. Килячков А. А., Чалдаева Л. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело [Текст] / А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева. – М.: Юристъ. 2000. – 520 с.

28. Кублікова Т. Інституційні інвестори: основні чинники росту [Текст] / Т. Кублікова // Схід. – 2008. – №6 (90). – С. 18–22.

29. Лепейко Т. И. Методология управления инвестиционными ресурсами финансового рынка: Монография [Текст] / Т. И. Лепейко. – Х.: Изд. ХГЭУ, 2002. – 288 с.

30. Лыгнев О. Основы финансового менеджмента. Курс лекций / О. Лыгнев // [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.cfin.ru/finanalysis/Lytnnev/4-3.shtml>

31. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] / Я. М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – 400 с.

32. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты [Текст] / Д. М. Михайлов. – М.: «Экзамен», 2000. – 720 с.

33. Мозговий О. М., Оболенська Т. Є., Мусієць Т. В. Міжнародні фінанси: Навч. посіб. [Текст] / О.М. Мозговий, Т.Є. Оболенська, Т. В. Мусієць. – К.: КНЕУ, 2005. – 557 с.

34. Моисеев С. Гипотеза эффективного рынка [Текст] / С. Моисеев // Все о финансовых рынках. – №1. – 2003. – С. 22–26.

35. Найман Э. Малая энциклопедия трейдера [Текст] / Эрик Л. Найман. – М.: Альпина Бизнес Букс. – 2009. – 456 с.

36. Оверченко М. Торговый робот спровоцировал очередной сбой на Nasdaq [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/finance/news/4625471/torgovyj_robot_sprovocir_oval_ocherednoj_sboj_na_nasdaq

37. Основные этапы текущего мирового кризиса и контуры новой реальности [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.polit.nnoy.ru/2009/04/06/gistcrisisetape13/>

38. Парахин С. А. Основы организации рынка ценных бумаг. Учебное пособие [Текст] / С.А. Парахин. – Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1999. – 60 с.

39. Портфельне інвестування. Навч. посібник [Текст] / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.

40. Про банки і банківську діяльність. Закон України від 07.12.2000, №2121-III [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>

41. Про інститути спільного інвестування. Закон України від 15.03.2001, №2299-III [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>

42. Про недержавне пенсійне забезпечення. Закон України від 09.07.2003, №1057-IV [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>

43. Про страхування. Закон України від 07.03.1996, №85/96-ВР [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/85/96-вр>

44. Про цінні папери та фондовий ринок. Закон України від 23.02.2006, №3480-IV [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

45. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь. – 5-е изд., перераб. и доп. [Текст] / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 495 с.

46. Розенберг Дж. М. Инвестиции: Терминологический словарь [Текст] / Пер. с англ. А. М. Волков, А. В. Щедрин. М.: ИНФРА-М, 1997. – 400 с.

47. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки [Текст] / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 340 с.

48. Сайт The Swiss Re Group [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.swissre.com/>

49. Сайт TheCityUK [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/>

50. Сайт Національного банку України. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/>

51. Сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>

52. Сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://dfp.gov.ua/>

53. Сайт Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСД) [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.oecd.org/>

54. Сайт Організації об'єднаних націй [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.un.org/ru/>

55. Сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/>

56. Словник фондового ринку [Текст] / Автори-укладачі: А. Т. Головка, В. М. Кобзар, О. О. Науменко та ін. – К., 1999. – 288 с.

57. Соколова М. И., Гречков В. Ю. Маркетинговые исследования [Текст] / М. И. Соколова, В. Ю. Гречков. – М.: Экономистъ, 2003.

58. Сорос и фунт [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.finarex.ru/beginner/publications/143-soros-and-pound>

59. Федоров Б. Г. Новый англо-русский банковский и экономический словарь [Текст] / Б. Г. Федоров. – СПб.: Лимбус Пресс, 2000. – 848 с.

60. Хронология терроризма с 1960-х по наши дни [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A2%D0%B5%D1%80%D1%80%D0%BE%D1%80%D0%B8%D0%B7%D0%BC>

61. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. – М.: Инфра-М, 2003. – 1024 с.

62. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. В. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. – М.: ИНФРА-М. 1998. – 960 с.

63. Шляхи підвищення інвестиційної діяльності в Україні: Монографія [Текст] / [За ред. В. Г. Федоренка]. – Ніжин: Видавництво «Аспект-Поліграф», 2003. – 724 с.

64. Anderson, Sweeney, Williams, Freeman, Shoemith. Statistics for Business and Economics – 2nd Edition. Cengage Learning (2010).

65. Aras, G. and A. Muslumov (2003) The Role of Institutional Investors in Stock Market Development: The Case of OECD Countries and Turkey, Publications of Isbank of Turkey: Istanbul

66. Arthur, B. Holland, J. LeBaron, B. Palmer R. and P. Tayler. 1997. Asset pricing under endogenous expectations in an artificial stock market. In The Economy as an Evolving Complex System II, ed. B. Arthur, S. Durlauf, and D. Lane Reading, MA: Addison Wesley

67. Ball Ray The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned? // Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1502815>

68. Ball R. and Brown P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of Accounting Research 6, 159–178.

69. Barone Raffaella (2003) From Efficient Markets to Behavioral Finance // University of Lecce Economics Working Paper No. 46/24.

70. Bass A.B. (1999), The Predictors: How a band of maverick physicists set out to beat Wall Street, Penguin Books Ltd, London.

71. Beechey M., Gruen D. and Vickery J. The Efficient Market Hypothesis: a Survey // Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper №2000-01, January 2000. – P. 4.

72. BIS. 1992. Recent developments in international interbank relations. Basel: Bank for International Settlements.

73. Brorsen, B. Wade, Irwin, Scott H. The Distribution of Futures Prices: A Test of the Stable Paretian and Mixture of Normals Hypotheses // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 24 (1989). – P. 105-116.

74. Cheung, Y., Chinn, M.D. (1999), Macroeconomic Implications of the Beliefs and Behavior of Foreign Exchange Traders, NBER working paper 7417.

75. Cheung, Y., Chinn, M.D. Currency traders and exchange rate dynamics: a survey of the US market // *International Journal of Finance & Economics*. 20 (2001) P. 439–471.

76. Cory Janssen, Chad Langager and Casey Murphy (2006). *Technical Analysis: Indicators And Oscillators*, Website paper: Available at: <http://www.investopedia.com/university/technical/techanalysis10.asp>

77. Cowles, A. (1933), Can Stock Market Forecasters Forecast?, *Econometrica* 1, 309–324.

78. Cowles, A. (1944), Stock Market Forecasting, *Econometrica*, 206–214.

79. Davis, E. P. (1996), The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour. Financial Markets Group and ESRC Working Paper.

80. DeMark, Thomas R. *The New Science of Technical Analysis*, New York: John Wiley & Sons, 1994

81. Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., (1996) Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. *The World Bank Economic Review*, Vol. 10 (2): 291–321.

82. Douglas M. *Trading in the Zone*, Prentice Hall Press (January 2, 2001). – 240 p.

83. Douglas, M. *The Disciplined Trader*, New York Institute of Finance, 1990.

84. EBRD. 1996. Transition report 1996. London: European Bank for Reconstruction and Development.

85. Fama Eugene F. , "The Behavior of Stock-Market Prices" *The Journal of Business*, Vol.38, No. 1 (January 1965), p. 90.

86. Fama, E.F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25, 383-417.,

87. Fama E., "Market Efficiency Long-Term Returns and Behavioral Finance." *Journal of Financial Economics in the areas of capital markets and asset pricing*, pp. 283-306, 1998.

88. Fischer, H. (2010) *A History of the Central Limit Theorem: From Classical to Modern Probability Theory*, Springer.

89. Fontaine, J. A. 1997. Are there good macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds? The Chilean experience. In *The economics of pensions*, ed. S. Valdes-Prieto. Cambridge University Press.

90. Fortune P., Stock Market Efficiency: An Autopsy?, New England Economic Review, March/April 1991, pp. 17-40.

91. Frankel, J.A., Froot, K.A. (1988), Chartists, fundamentalists and the demand for dollars, Greek Economic Review 10, 49-102.

92. Friedman, D. 1991. Evolutionary games in economics. *Econometrica* 59, 637–66.

93. Graham, B. (1949), *The Intelligent Investor*, Fourth revised edition (1973), Harper & Row, Publishers, Inc., New York.

94. Griffioen Gerwin A. W. *Technical Analysis in Financial Markets* (2004) // University of Amsterdam - Faculty of Economics and Business (FEB). Date posted: July 20, 2004. Working Paper Series : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=566882

95. H. J. Blommestein and M. G. Spencer (1994), The Role of Financial Institutions in the Transition to a Market Economy, in: D. Folkerts-Landau et al., eds., *Building Sound Finance in Emerging Market Economies*, IMF.

96. Hamilton, W.P. (1922), *The Stock Market Barometer*, Harper & Brothers, New York. Reprint in 1998 by John Wiley & Sons, Inc., New York.

97. Hans J. Blommestein. *Institutional Investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets // The Development of Securities Markets in Emerging Markets: Obstacles and Preconditions for Success* the Inter-American Development Bank Conference. 1997.

98. Henry C. Thode, Jr. (2002). *Testing for Normality*. New York: Marcel Dekker, Inc.. p. 479.

99. Holzmann, R. 1997a. Pension reform, financial market development and economic growth, preliminary evidence from Chile. *IMF Staff Papers*, 44/2

100. Indicator. Material from Wikipedia. [electronic resource] / - Mode of access: <http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%98%D0%BD%D0%B4%D0%B8%D0%BA%D0%B0%D1%82%D0%BE%D1%80>

101. Jensen Michael C. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency // *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, Nos. 2/3 (1978) 95–101.

102. Kahneman, D. and Tversky, A. 1979. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica* 47, 263–91.

103. Krishnamoorthy, K. (2006). *Handbook of statistical distributions with applications*. Website paper: Available at: http://reslib.com/book/Handbook_of_Statistical_Distributions_with_Applications_Krishnamoorthy_K_

104. Krooss, Herman, and Martin Blyn. 1971. *A History of Financial Intermediaries*. New York: Random House.

105. Kuhn Thomas S. The Structure of Scientific Revolutions. 2nd ed. Chicago: University of Chicago Press, 1970.

106. Levine, Ross (2000), "Bank-based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", mimeo, University of Minnesota .

107. Lo Andrew W., Blume L., S. Durlauf The New Palgrave: A Dictionary of Economics: Second Edition, 2007. New York: Palgrave MacMillan. : Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=991509>

108. Lo, A. 1999. The three P's of total risk management. *Financial Analysts Journal* 55, 87–129.

109. Lo, A. 2005. Reconciling efficient markets with behavioral finance: the adaptive markets hypothesis. *Journal of Investment Consulting* 7, 21–44.

110. Lui, Yu-Hon Mole, David The use of fundamental and technical analyses by foreign exchange dealers: Hong Kong evidence // *Journal of International Money and Finance*. 17 (1998) Pages: 535–545

111. Lukacs, Eugene; King, Edgar P. (1954). A property of normal distribution. *The Annals of Mathematical Statistics* 25 (2): 389–394.

112. Luo, G. 1995. Evolution and market competition. *Journal of Economic Theory* 67, 223–50.

113. Malkiel, B.G. (1996), *A Random Walk down Wall Street*, W.W. Norton & Company, Inc, New York.

114. Menkhoff, L. (1998), The noise trading approach - questionnaire evidence from foreign exchange, *Journal of International Money and Finance* 17, 547-564

115. Merton, R. C., and Z. Bodie. 1995. A conceptual framework for analyzing the financial environment. In *The global financial system, a functional perspective*, ed. D. B. Crane et al. Cambridge, Mass.: Harvard Business School Press.

116. MetaTrader 5. Інформаційно-торговельна платформа для інтернет-трейдингу [Електронний ресурс]. - <http://www.alpari.ru/ru/metatrader/>.

117. Miner, R. *High Probability Trading Strategies*, Wiley; Har/Cdr edition (October 20, 2008). – 288 p.

118. Morande, F. G. 1998. Savings in Chile: What went right? *Journal of Development Economics*, 57. – p. 201–208.

119. *New Concepts in Technical Trading Systems*, J. Welles Wilder, Trend Research, 1978.

120. Oberlechner, Thomas Importance of Technical and Fundamental Analysis in the European Foreign Exchange Market // *International Journal of Finance & Economics*. 6 (2001) Pages: 81–93.

121. Osler, C.L., Chang, P.H.K. (1995), *Head and Shoulders: Not Just a Flaky Pattern*, Staff Reports No. 4, Federal Reserve Bank of New York.

122. Park Cheol-Ho, Irwin Scott H. The Profitability of Technical Analysis: A Review (2004) // AgMAS Project Research Report No. 2004-04: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=603481

123. Peters E. E., "Chaos and Order in the Capital Markets: A New View of Cycles, Prices, and Market Volatility", Second Edition, 35, 1996. – pp.27-29,

124. Philip Davis; Benn Steil. Institutional Investors. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 2001. – 524 p.

125. Pring, M. (1998), Introduction to Technical Analysis, McGraw-Hill, New York.

126. Pro finance service. Офіційний сайт. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://forexpf.ru/>

127. Programming in the MQL4 Algorithmic Language [electronic resource] / - Mode of access: <http://alpari-forex.com/download/mt/mql4bookrussian.chm>

128. Reminiscences of a Stock Operator, Edwin Lefèvre, John Wiley & Sons Inc, 1994

129. Rhea, R. (1932), The Dow Theory, Barron.s, New York. Reprint in 1993 by Fraser Publishing Company, Burlington.

130. Russell, John. How to Read a Japanese Candlestick Website paper: Available at: http://forextrading.about.com/od/technicalanalysis/ss/candlestick1_ro.htm

131. Samuelson Paul (1965) 'Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly'.

132. Schwager, J. Getting Started in Technical Analysis, Wiley (February 4, 1999). – 352 p.

133. Sharp W.F., Alexander G.J. Investment. Moscow: Infra-M, 2003. – 1024 p.

134. Shiller, R. 1981. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? American Economic Review 71, 421–436.

135. Taylor, M.P., Allen, H. (1992), The use of technical analysis in the foreign exchange market, Journal of International Money and Finance 11, 304-314.

136. Technical Analysis Explained: The Successful Investor's Guide to Spotting Investment Trends and Turning Points, Martin J. Pring, McGraw Hill, 2002.

137. Technical Analysis of Stock Trends, 9th Edition (Hardcover), Robert D. Edwards, John Magee, W.H.C. Bassetti (Editor), American Management Association, 2007.

138. Technical Analysis of the Financial Markets, John J. Murphy, New York Institute of Finance, 1999.
139. Technical Analysis: The Complete Resource for Financial Market Technicians, Kirkpatrick/Dahlquist, 2007.
140. Thaler, R., ed. 1993, Advances in Behavioral Finance. New York: Russell Sage Foundation.
141. The Profit Magic of Stock Transaction Timing, J.M. Hurst, Prentice-Hall, 1972.
142. Thomas R. DeMark, The New Science of Technical Analysis, New York: John Wiley & Sons, 1994.
143. Urlocker Zack Merrill Lynch Stock Ratings // <http://www.valleyofthegeeks.com/News/MerrillLynch.html>
144. Vittas, D (1998), Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?, The World Bank Development Research Group, The ABCD LAC Conference, June 28–30, San Salvador, El Salvador.
145. Williams, B. New Trading Dimensions, Wiley (October 1, 1998). – 288 p.
146. Williams, B. Trading Chaos, Wiley; 2 edition (February 2004). – 256 p.
147. Williams, J.B. (1938), The Theory of Investment Value, Harvard University Press.
148. Intersec. 1995. European external management survey 1995. Stamford, Conn.: Intersect Consulting

ДОДАТОК А

Структура активів ІСІ за видами, %

Види активів	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Відкриті							
Цінні папери, у т.ч.:	74,1	74,8	68,9	52,9	76,6	63,9	62,5
- ОВДП	3,9	3,7	3,4	2,7	8,6	13,1	17,1
- облігації місцевих позик	6,4	7,1	6,6	3,8	6,3	5,2	5,4
- акції	37,8	41,5	37,9	9,8	42,9	36,7	29,6
- облігації підприємств	19,6	20,0	20,1	35,3	18,8	8,9	10,4
- інші	6,4	2,5	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Грошові кошти та банківські депозити	25,2	24,5	29,4	12,6	23,4	27,4	28,6
Інші активи	0,7	0,7	1,7	34,5	0,1	8,7	8,9
Інтервальні							
Цінні папери, у т.ч.:	62,4	73,1	70,7	58,9	74,0	67,5	68,0
- ОВДП	1,0	1,1	1,0	3,3	3,9	4,9	2,6
- облігації місцевих позик	1,9	3,0	5,7	7,1	1,9	0,7	0,2
- акції	50,1	56,6	46,5	28,3	56,2	53,9	55,8
- облігації підприємств	9,1	12,2	17,1	19,6	9,9	8,0	9,0
- інші	0,3	0,2	0,5	0,7	2,1	0,0	0,5
Грошові кошти та банківські депозити	26,6	19,5	26,0	32,1	25,3	24,2	23,1
Банківські метали	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,5	1,1
Інші активи	11,0	7,4	3,4	9,0	0,0	7,9	7,7
Закриті (невенчурні)							
Цінні папери, у т.ч.:	42,2	58,8	74,4	69,2	81,9	72,0	60,1
- ОВДП	0,0	0,0	0,4	0,2	0,5	2,9	0,7
- облігації місцевих позик	0,0	1,7	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
- акції	34,4	28,3	50,9	49,9	61,9	56,0	47,8
- облігації підприємств	6,1	25,3	19,9	14,2	15,9	6,3	5,9
- ощадні сертифікати	1,6	1,4	0,7	1,7	1,2	0,5	0,1
- інші	0,0	2,1	2,5	3,3	2,3	0,0	5,6
Грошові кошти та банківські депозити	45,9	27,1	6,7	7,5	7,7	6,6	6,7
Банківські метали	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Нерухомість	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Інші активи	11,9	14,0	18,7	23,0	10,2	21,1	32,4
Венчурні							
Цінні папери, у т.ч.:	54,5	53,9	56,5	54,6	70,2	35,3	31,2
- ОВДП	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- облігації місцевих позик	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- акції	27,0	26,0	27,7	21,0	20,5	10,3	10,1
- облігації підприємств	22,5	21,4	19,9	21,6	22,8	9,2	8,0
- ощадні сертифікати	0,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2
- векселі	4,9	6,2	0,0	0,0	26,5	0,0	0,0
- інші	0,0	0,0	8,7	11,8	0,0	15,8	13,0
Грошові кошти та банківські депозити	4,5	3,8	4,7	2,1	4,3	2,9	3,6
Нерухомість	0,4	0,8	0,7	0,6	1,1	2,2	2,6
Інші активи	40,6	41,6	38,1	42,8	24,3	59,6	62,6

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

**Пластун В'ячеслав Леонідович
Пластун Олексій Леонідович**

**ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕТОРИ:
РОЛЬ У РОЗВИТКУ
ФОНДОВОГО РИНКУ**

Монографія

Під загальною редакцією авторів

Комп'ютерна верстка – *Маленко Я.О.*
Дизайн обкладинки – *Маленко Я.О.*

Підписано до друку з готових діапозитивів замовника 20.11.2012р.
Формат 60×84/16. Папір офсетний. Друк офсетний. Умовн.-друк.арк. 12,44.
Обл.вид.арк. 11,57. Тираж 300 прим. Вид. № 74. Зам. 1136. Ціна договірна

ТОВ «Друкарський дім «Папірус», м. Суми, вул. Перемоги, буд 2.
Тел. (0542) 78-00-75.

Свідоцтво про внесення до державного реєстру видавців Серія
ДК № 4309 від 20.04.2012 р.

