

УДК 336.714

ОСОБЛИВОСТІ ВПЛИВУ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ФОНДОВОГО РИНКУ

В'ячеслав Леонідович ПЛАСТУН

к. е. н., доцент кафедри фінансів ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України»

E-mail: plastun.v@gmail.com

Анотація. У статті досліджено основні наслідки, які може мати активність інституційних інвесторів на фондовому ринку. Автором систематизовано підходи, які пояснюють рішення інституційних інвесторів і їх вплив на стабільність фондового ринку. Зроблено висновки щодо наслідків нестабільності фондового ринку для економічного розвитку країни.

Аннотация. В статье рассматриваются основные последствия, которые может иметь активность институциональных инвесторов на фондовом рынке. Автором систематизированы подходы, объясняющие решение институциональных инвесторов и их влияние на стабильность фондового рынка. Сделаны выводы относительно последствий нестабильности фондового рынка для экономического развития страны.

Ключові слова: *інституційні інвестори, фондовий ринок, фінансовий посередник.*

Ключевые слова: *институциональные инвесторы, фондовый рынок, финансовый посредник.*

Постановка проблеми. Діяльність інституційних інвесторів характеризується високою активністю на світових фінансових ринках в цілому, і на фондових ринках зокрема. Підтвердженням цього є значні обсяги сформованих інвестиційних портфелів, які складаються із різних видів цінних паперів. Їх активи перевищують 80 трлн дол. США. Але що стосується інституційних інвесторів України, то вони тільки нарощують обсяги операцій. Тому можна говорити про потенціал збільшення їх присутності на фондовому ринку, який на сьогодні є невисоким. Однак, варто окреслити ті наслідки, які можуть мати операції цих фінансових посередників з погляду стабільності фондового ринку.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Слід відзначити, що в публікаціях вітчизняних дослідників зазначено роль, яку відіграють інституційні інвестори на фондовому ринку, їхні функції та особливості роботи. Окремо висвітлено діяльність НПФ, СК, ІСІ та інших фінансових посередників на фінансовому ринку в цілому. Цьому присвячено чимало робіт таких вчених як З. Ватаманюк, О. Вовчак, А. Вожжов, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, Д. Леонов, І. Матвієнко, О. Морозов, Т. Прейгер, О. Ромащенко, Р. Тиркало, Н. Ткаченко, Н. Шелудько та ін. Досить активно окремі аспекти

цієї проблеми вивчено закордоном у дослідженнях Е. Девіса, Р. Мертона, З. Боді, М. Кона та ін.

Мета статті може бути визначена як виокремлення різних видів активності інституційних інвесторів на фондовому ринку та визначення їх наслідків з погляду стабільності/дестабілізації роботи фондового ринку.

Обґрунтування отриманих наукових результатів. Активність інституційних інвесторів на фондовому ринку може впливати на вартість цінних паперів. Існує думка, що в цілому їх домінування на фінансових ринках призводить до підвищеної волатильності цін на фінансові інструменти, а це позначається на стану ринків в цілому. З іншого боку це твердження може бути протиставлено тим, що за нормальних умов (не беручи до уваги періоди фінансових криз) інституційні інвестори, маючи в розпорядженні всю повноту інформації про фінансові активи, навпаки сприяють вирівнюванню їхніх цін до рівня рівноваги. Надмірна волатильність окремих фінансових інструментів може існувати лише за умови того, що за своєю природою вони схильні до коливань, які перевищують середньоринкові. Слід додати, що зростання кількості різних за типами, розмірами, зобов'язаннями, схильністю до ризику інституційних інвесторів вносить

необхідну стабільність на фондові ринки через диверсифікованість стратегій їхньої діяльності.

Це підтверджується проведеними дослідженнями, наприклад в роботі Е. Девіса [1, с. 59], в яких показано, що сформовані інвестиційні портфелі інституційних інвесторів залежать від доходності фінансових інструментів. Ринкова чутливість генерує ефективний розподіл фінансових ресурсів і виступає в якості своєрідного бамперу при слабкій макроекономічній політиці. Інституційних інвесторів привертають інструменти з надмірною волатильністю, адже вони дають більшу прибутковість вкладень, в той час як висока ризикованість нівелюється диверсифікованістю сформованого портфелю.

Ліквідність, яку генерує активність інституційних інвесторів, може знизити надмірну волатильність, що підтверджується досвідом країн із розвинутим інституціональним сектором. Більше того, вихід цих фінансових посередників на світові фінансові ринки підвищує їхню ефективність і призводить до вирівнювання ставок доходності між локальними ринками. Цей процес відбувається, коли увагу інвестиційних менеджерів привертають ринки із недооціненими фінансовими інструментами, що в кінцевому випадку і сприяє перетоку капіталів до ринків із найбільш ефективним їх використанням, а отже можливістю максимізації доходності. Цьому сприяє розвиток інформаційних технологій при проведенні торгів цінними паперами і можливість без перешкод і значних транзакційних витрат проводити транскордонні арбітражні операції, використовуючи ринки деривативів.

Окреслимо існуючі погляди на дії інституційних інвесторів в контексті впливу на волатильність фондового ринку. Один з підходів стосується дестабілізуючої ролі, яку відіграють інституційні інвестори відносно цін акцій, стверджуючи, що останні рухаються від свого рівноважного значення, що в довгостроковому періоді збільшує цінову волатильність. Коливання інституційного попиту має більший вплив на фондовий ринок ніж індивідуальний попит через те, що в розпорядженні інституційних інвесторів знаходяться значно більші обсяги фінансових ресурсів, а отже у них є можливості здійснювати торгівлю також у значних об'ємах. Але, що є більш важливим, цінова дестабілізація може погіршуватись стадною поведінкою цих фінансових посередників, коли одночасно кілька великих інвесторів намагаються купити або продати цінні папери.

Існує кілька причин, чому стадна поведінка зустрічається частіше саме серед інституційних інвесторів ніж серед індивідуальних. По-перше, інституційні інвестори можуть робити висновки щодо якості інвестицій інших учасників ринку і повторювати їх дії, якщо отримані результати є прийнятними [2, 3, 4]. Через те, що вони отримують повну інформації про дії один одного, то й результатом цього є однонаправлені операції більшості інституційних інвесторів.

По-друге, інвестори фондів оцінюють дії менеджерів, які ними управляють, порівнюючи з результатами, яких досягли інші фонди. Тому слідувати власній унікальній стратегії може бути нераціональним, щоб не отримати гірші результати, ніж інші управлінці. Це призводить до формування інвестиційних портфелів з приблизно однаковою структурою і переліком активів, які в нього входять [5, с. 3].

По-третє, інституційні інвестори можуть однаково реагувати на зовнішні сигнали, такі як виплата дивідендів або рекомендації аналітиків, що також є результатом стадної поведінки. Тому коли більшість інвестиційних менеджерів ухвалюють однакові рішення, ринкова ціна активів повинна змінюватись однонаправлено, виходячи із надлишкового попиту.

З іншого боку, існує думка і стосовно відсутності суттєвого впливу стадної поведінки інституційних інвесторів на фондовий ринок і, відповідно, дестабілізуючого ефекту. Як було зазначено раніше, інвестори реагують однаково на сигнали фундаментального характеру. Тому їх поведінка призводить до швидкої адаптації цін фінансових активів відносно нової інформації, роблячи ринок більш ефективним. Або їх стадна поведінка може бути обумовлена однаковими нераціональними діями індивідуальних інвесторів і в цьому випадку дії інституційних інвесторів мають стабілізаційний ефект. Це призводить до наступного контраргументу щодо припущення відносно їх дестабілізуючої ролі: стратегії інституційних інвесторів мають тенденцію не враховувати фундаментальні сигнали через те, що купівля недооцінених цінних паперів, як правило, розрахована на довгострокову перспективу і може не показувати задовільних результатів у короткостроковому часовому горизонті, особливо у порівнянні із фондовими індексами. Оскільки менеджери інвестиційних фондів можуть втратити свої повноваження за незадовільні результати управління протягом

кількох кварталів, слідування довгостроковим стратегіям росту і врахування фундаментальної інформації не гарантує досягнення позитивних результатів. Тому найчастіше використовуються рішення короткострокового характеру, які базуються на технічному аналізі. Один з найбільш поширених прикладів потенційно дестабілізуючих короткострокових стратегій, це стратегія слідування загальному тренду, ключовими аспектами якої є купівля цінних паперів-«переможців» і продаж цінних паперів-«невдах». Подібні стратегії виправдовуються їх послідовниками тим, що наявні тренди будуть продовжуватись в майбутньому і є популярною концепцією в літературі, присвяченій поведінці інвесторів [6, с. 28]). Дестабілізуючий ефект такої стратегії для інституційних інвесторів виникає лише в тому випадку, коли купуються переоцінені цінні папери, а продаються, навпаки, недооцінені, що сприяє ще більшому відходу їх цін від рівноважного стану. Зазвичай така стратегія навпаки сприяє ціновому вирівнюванню, коли акції недостатньо реагують на появу нової інформації на фондовому ринку.

Слід додати, що стадна поведінка інституційних інвесторів носить скоріше періодичний характер, ніж проявляється постійно. Вона виникає в періоди ринкових стресів і майже не проявляється в умовах нормально функціонуючого ринку. Саме тому її дуже важко відслідкувати і проаналізувати, особливо приймаючи до уваги, що при виникненні надзвичайних обставин (появі інформації, яка носить фундаментальний характер) абсолютно всі гравці можуть приймати однакові рішення, а отже, ефект стадної поведінки буде проявлятися обов'язково.

Радикально протилежна думка на інституційних інвесторів і їх вплив на фондовий ринок полягає в тому, що дії цих фінансових посередників розглядаються як абсолютно раціональні, які враховують всі зміни в настроях індивідуальних інвесторів. Маючи в розпорядженні різноманітну інформацію у вигляді актуальних новин, аналітичних звітів і професійних рекомендацій, вони приймають тільки оптимальні рішення. Але ці рішення будуть однаковими для всіх інституційних інвесторів лише в тому випадку, коли отримана інформація є однаковою, її інтерпретація є однаковою, врахування дій індивідуальних інвесторів буде також однаковим. На практиці синхронність дій і схожість рішень не спостерігається, адже інвестори отримують

різну інформацію і її інтерпретація теж здійснюється по-різному. Тому стадна поведінка інституційних інвесторів на фондовому ринку не спостерігається.

Існує і ще один погляд щодо впливу інституційних інвесторів на фондовий ринок, яка носить нейтральний характер. Вважається, що такі фінансові посередники не є абсолютно раціональними у своїх діях і їм не притаманна стадна поведінка і слідування загальним трендам на ринку. Навпаки, дії інституційних інвесторів є гетерогенними: вони використовують широкий спектр різних інвестиційних стратегій, які з точки зору впливу на фондовий ринок нейтралізують одна одну, а тому і не мають дестабілізуючого ефекту: сукупний попит на окремі цінні папери буде дорівнювати сукупній пропозиції на них. Відповідно, виникнення надлишкового попиту і пропозиції не виникає, а отже ціни на фінансові активи залишаються в точці рівноваги.

Якщо припустити, що зміна дохідності цінних паперів має впливати на чисті притоки/відтоки коштів у інституційних інвесторів, то повинні існувати кореляційні зв'язки між цими показниками. Таким чином, можна показати наявність впливу інституційних інвесторів на стабільність фондового ринку.

Візьмемо показник чистого притоку/відтоку капіталу українських відкритих ІСІ за місяць і порівняємо його із розрахованою дохідністю індексу Української біржі також у місячному розрізі. При цьому останній показник можна отримати як середньоарифметичну розрахункову дохідність за кожним днем торгів (наприклад, за цінами закриття) і як відношення ціни на кінець місяця до ціни на його початок. Отримані дані наведено в таблиці 1.

Результати дозволяють переконатись в тому, що кореляційні зв'язки слабкі і зміна дохідності індексу не викликає відповідної реакції ІСІ. Кореляція між дохідністю, розрахованою різними способами, є надзвичайно сильною $-0,9733$, тому фактично можна говорити, що принципового значення не має, з яких з цих показників порівнювати дані щодо притоку/відтоку капіталу.

Зрозуміло, що робити зворотній висновок про вплив ІСІ на зміну дохідності індексу неможливо з наступних міркувань. Частка відкритих ІСІ, дані яких є доступними і були взяті для аналізу є незначними порівняно з обсягами

Таблиця 1

Кореляція між чистим притоком/відтоком капіталу ІСІ і дохідністю індексу Української біржі за 2010–2011 рр.

Рік	Місяць	Приток/відтік капіталу ІСІ	Розрахункова місячна дохідність індексу Української біржі	
			Середньоарифметична за денною дохідністю	Відношення на кінець і початок періоду
2010	січень	-7 813,7	0,0071	0,1175
	лютий	283,8	0,0037	0,0838
	березень	13 646,3	0,0125	0,3058
	квітень	-853,3	0,0040	0,1093
	травень	-3 160,6	-0,0154	-0,2216
	червень	-597,1	0,0006	0,0077
	липень	4 984,0	0,0048	0,1338
	серпень	-1 838,7	-0,0024	-0,0845
	вересень	-13 824,9	-0,0005	-0,0191
	жовтень	970,9	-0,0021	-0,0393
	листопад	43 555,2	0,0055	0,1223
	грудень	-12 385,6	0,0066	0,1335
2011	січень	-448,5	0,0042	0,0560
	лютий	-3 089,9	0,0049	0,0750
	березень	15 090,6	-0,0011	-0,0164
	квітень	7 172,0	-0,0010	-0,0321
	травень	8 682,4	-0,0047	-0,0701
	червень	2 504,9	-0,0041	-0,0679
	липень	-43,5	0,0001	-0,0071
	серпень	-11 040,6	-0,0121	-0,2481
	вересень	-6 343,1	-0,0082	-0,1580
	жовтень	-7 217,0	0,0007	0,0335
	листопад	-23 654,6	0,0044	0,1409
	грудень	-6 138,0	-0,0036	-0,0835
Коефіцієнт кореляції			0,1975	0,2112

Джерело: складено автором на основі [7, 8]

торгів, які здійснюються на біржі. Більше того, даних щодо того, на яких майданчиках здійснились ними торгівля акціями також не має.

Ще одна теорія, яка може пояснити вплив інституційних інвесторів на фондовий ринок сформульована де Лонгом, Шляйфером, Саммерсом та Вальдманом [9]. Її сутність полягає в тому, що на ринку існує значна кількість непоінформованих гравців, поведінка яких є ірраціональною. Такі гравці помилково вірять, що мають особливу інформацію щодо майбутньої ціни акцій, і, як результат, купують/продають цінні папери непередбаченим чином. Вони можуть, наприклад, переоцінювати майбутню дохідність акцій (або недооцінювати їх ризик) і купувати більше акцій ніж це необхідно, або навпаки, недооцінювати дохідність (або переоцінювати ризик), викликаючи довільний та непередбачуваний підйом або па-

діння цін. Головний внесок цієї теорії полягає у поясненні такого факту: чому внаслідок ірраціональної поведінки непоінформованих трейдерів інституційні інвестори не можуть утримати ціни акцій в рівноважному стані і чому раціональні гравці не можуть отримати спекулятивні прибутки через ірраціональну поведінку інших гравців, попереджаючи суттєве відхилення цін від рівноваги.

Ключовим елементом цієї теорії є непередбачуваність поведінки ірраціональних гравців: їх віра та дії самі по собі створюють додатковий ціновий ризик, який стримує раціональних інвесторів від активних операцій проти них. Наприклад, якщо ірраціональні гравці переоцінюють дохідність або недооцінюють ризик цінних паперів, своїми операціями вони підвищують ціну відносно рівноважної. Однак раціональні інвестори не будуть активно продавати такі цін-

ні папери, побоюючись, що ірраціональні гравці в цьому випадку будуть продовжувати купувати цінні папери, викликаючи таким чином ще більше підвищення їх цін, а, отже, призводячи до непередбачуваних збитків.

Через те, що поведінка ірраціональних гравців є непередбачуваною, не існує ніякої впевненості в тому, що подібна ситуація не виникне. Через це ціни на акції можуть суттєво відхилитись від їх рівноважного рівня перш ніж інформовані інвестори виявлять бажання активно зіграти проти ірраціональних гравців або ринковий шок змінить настрої останніх на протилежні. Насправді, це може навіть бути привабливою стратегією для раціональних інвесторів – спробувати передбачити поведінку ірраціональних гравців і здійснювати операції разом з ними, створюючи ефект стадної поведінки.

Привабливість даної теорії та її застосування обмежується окремими припущеннями: раціональні інвестори здійснюють виключно короткострокові операції і намагаються уникнути ризику; пропозиція фінансових активів (акцій, облігацій) є фіксованою і нееластичною; поведінка ірраціональних гравців є непередбачуваною, а самі вони складають незначну частину від загальної кількості інвесторів; в довгостроковій перспективі ірраціональні гравці не повинні зникнути з ринку. Зрозуміло, що в сучасних умовах розвитку фондового ринку всі зазначені умови одночасно не витримуються.

Таким чином, є очевидним той факт, що рішення інституційних інвесторів щодо розміщення активів мають суттєвий вплив на потоки капіталів і ціни на фінансові активи. Цей вплив буде і надалі зростати, адже в окремих країнах їх розвиток знаходиться на початковій стадії, а потенціал зростання є високим. Демографічні тренди і подальше реформування пенсійних систем призведуть до створення і розвитку інституцій, які будуть акумулювати значні обсяги заощаджень. Відносно незначні зміни в сформованих інвестиційних портфелях цих інституційних інвесторів матимуть суттєвий вплив на регіональні і глобальні фінансові ринки. На відміну від ринків, на яких домінують банківські установи, ринки капіталу мають тенденцію до більш швидкої передачі інформації про зміни в ризиках, їхню оцінку, прогнози макроекономічної ситуації тощо.

На інституційних інвесторів діють не тільки кредитні ризики, які притаманні банківським установам, але вони в більшій мірі піддаються

впливу суто ринкових ризиків. І через те, що ці установи є великими за розміром, їхні рішення суттєво впливають на стан ринку, таким чином додаючи елемент нестабільності. Їхній вплив проявляється у волатильності відсоткових ставок, валютних курсів, цін на фондові інструменти, зміни у потоках капіталів, зростання проциклічності фінансової системи, збільшення системного ризику.

Стосовно проциклічного впливу інституційних інвесторів, то загальною тенденцією є той факт, що під час зростання ринків спостерігається приток капіталів з боку інституційних інвесторів і їх відтік в періоди спаду. Якщо центральні банки можуть регулювати банківську систему шляхом змін у резервних вимогах і нормативах ліквідності, тим самим пом'якшуючи вплив циклічних процесів, то у випадку інституційних інвесторів в більшості країн існує ліберальний режим регулювання їх діяльності, а отже фінансові системи, в яких інституційні інвестори відіграють домінуючу роль, можуть суттєво постраждати під час кризових явищ.

Відзначимо, що періоди нестабільності на фондових ринках багатьох країн відрізняються за своїм характером. Ринки країн, що розвиваються, як правило, є менш стабільними, і вони проходять через кризи недостатньої ліквідності поряд із суттєвими коливаннями цін на цінні папери. Водночас ринки розвинутих країн залишаються ліквідними, але ціни також суттєво відхиляються від рівноважних значень. Ці прояви нестабільності пов'язані із епізодами односторонньої торгівлі, у тому числі інституційними інвесторами, і можуть поширюватись не тільки на локальні ринки, а й в міжнародних масштабах.

Висновки. Таким чином, можна сформулювати кілька причин впливу на фондові ринки з боку інституційних інвесторів. До них належать:

- значні портфелі цінних паперів сконцентровані в руках порівняно незначної кількості інституційних інвесторів, які можуть діяти синхронно, провадячи однакові операції при отриманні певної економічної чи фінансової інформації, яка швидко поширюється через телекомунікаційні канали;
- такі інвестори виступають в ролі довірчої особи в управлінні коштами інвесторів;
- вкладення в інструменти фондового ринку розглядаються як короткострокові, низько ризикові, високоліквідні;

- інформація, на основі якої приймаються рішення щодо інвестування, є не такою детальною у порівнянні із ухваленням рішень про кредитування банківськими установами;

- підтримка фондового ринку не визначається інституційними інвесторами як першочергова функція чи обов'язок.

Загальними рисами більшості випадків нестабільності на фондових ринках є активна участь інституційних інвесторів в значних за обсягами операціях купівлі-продажу цінних паперів і транскордонних інвестиційних потоках, наявності рис надмірної реакції на основі занадто оптимістичних поглядів на розвиток економічної ситуації, швидких зрушень цін на фінансові інструменти, які спостерігаються на багатьох ринках, які часто обумовлені використанням деривативів. Така нестабільність може мати важливі макроекономічні наслідки для економічної політики країн, призводить до зростання вартості запозичень як для компаній, так і для уря-

дів держав, створює ситуацію ще більшої невизначеності подальших перспектив економічного розвитку, зменшує обсяги інвестування, сприяє неефективному розподілу фінансових ресурсів і призводить до поширення систематичного ризику через втрати, які несуть інвестори.

Суттєвою проблемою нестабільності фондового ринку в наслідок операцій інституційних інвесторів є його ліквідність. Вона залежить від всіх власників активів, які за нормальних умов не намагаються одночасно позбутися від своїх активів. У випадку появи сумнівів в майбутній ліквідності окремих цінних паперів або фондового ринку в цілому з будь-яких причин, інвестори будуть намагатись продати цінні папери перш ніж виникне розрив між попитом і пропозицією, наслідком якого може бути криза на фондовому ринку. При зниженні ліквідності на ринку стає складніше або взагалі неможливо розмістити випуски боргових цінних паперів за будь-якими ставками дохідності.

Список використаних джерел

1. Davis, E. P. Financial market activity of life insurance companies and pension funds [Електронний ресурс] / E. P. Davis. // BIS Economic Papers. — 1988. — No. 21. — 120 p. — Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/econ21.pdf>.

2. Pound J. Speculative Behavior of Institutional Investors [Електронний ресурс] / J. Pound, R. Shiller // NBER Working Paper. — 1986. — No. w1964. — 27 p. — Режим доступу : <http://ssrn.com/abstract=332240>.

3. Banerjee A. V. A Simple Model Of Herd Behavior [Електронний ресурс] / A. V. Banerjee // The Quarterly Journal of Economics. — 1992. — Vol. CVII. — Issue 3. — P. 797–817. — Режим доступу : http://snap.stanford.edu/class/cs224w-readings/banerjee92_herd.pdf.

4. Bikhchandani S. A theory of fads, fashions, custom, and cultural change as informational cascades [Електронний ресурс] / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // Journal of Political Economy, 1992. — Vol. 100. — No.5 — P. 992–1026. — Режим доступу : <http://ssrn.com/abstract=1286306>.

5. Froot K. A. Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation [Електронний ресурс] / K. A. Froot, D. S. Scharfstein, J. C. Stein // NBER Working Papers. — 1990. — No. 3250. — P. 35. — Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w3250.pdf>.

6. Andreassen P. Judgmental prediction by extrapolation [Text] / P. Andreassen, S. Kraus. — Mimeo, Harvard University: 1988. — 256 p.

7. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib/159849.html.

8. Українська біржа [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/index/stat/dailyhistory.aspx?code=UX>.

9. De Long J. B. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation [Text] / J. B. de Long, A. Shleifer, L. H. Summers, R. J. Waldmann // The Journal of Finance. — 1990. — Vol. 45. — No. 2. — P. 379–395.