

РОЗДІЛ 2

СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО

I МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 336.767:330.322

Науменко К. В.

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

ЕВОЛЮЦІЙНИЙ РОЗВИТОК ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

У роботі досліджується еволюція розвитку інститутів спільного інвестування (ІСІ) від перших прототипів інвестиційних фондів до сучасного стану. Особливу увагу приділено точкам біфуркації – моментам, коли відбувалися кардинальні зміни на ринках ІСІ і нові форми заміняли звичні конструкції. Встановлено основні фактори, які впливали на розвиток в тому або іншому напрямі.

Ключові слова: інститути спільного інвестування (ІСІ), інвестиційні фонди, взаємні фонди, відкриті/закриті фонди, біржові фонди, накопичувальна пенсійна система.

Постановка проблеми. У середовищі ІСІ в останню чверть століття відбуваються структурні зміни: розвиток теорії ефективності ринків вплинув на масове поширення індексних підходів до інвестування, біржові фонди доповнюють і витісняють взаємні, а хеджеві фонди обросли додатковим регулюванням. Але ці структурні зміни далеко не перші. В історії вже були приклади, коли досконаліші і зручніші форми ІСІ змінювали інші, коли сам інститут ІСІ займав нішу інших фінансових посередників. Аналіз історичних процесів дасть змогу краще розуміти нинішній стан речей, а виявлення чинників, які сприяли змінам, – передбачати, як розвиватиметься ситуація надалі.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням історичного розвитку ринку капіталів та ІСІ в іноземній науковій літературі присвячено безліч досліджень. До них можна віднести роботи таких авторів, як Л. Гремліон, К. Рувенхорст, Л. Ніл, В. Баумол, У. Бергхус, Г. Вегенвоорт, Дж. Морлі, М. Фінк, Б. Рубцов та ін. Серед вітчизняних учених погляду з боку історичного розвитку ІСІ практично не приділялося уваги, оскільки сучасна історія національного ринку капіталу налічує всього чверть століття. Проблемам діяльності ІСІ присвячували дослідження О. Мозговий, О. Барановський, А. Пересада, С. Науменкова, С. Криниця, М. Свердел, В. Кравець та ін.

Мета статті полягає в аналізі основних етапів розвитку ІСІ у світовій перспективі, а також виділенні ключових факторів, що визначили розвиток в ту або іншу сторону.

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

Контракти на дожиття відрізняються від стандартних кредитів тим, що боржник виплачує відсотки кредиторам упродовж усього життя кредитора, чим нагадують контракти на дожиття сучасних страхових компаній. Перші контракти на дожиття можна виявити ще у II ст. до н. е., в середньовіччі вони дуже часто зустрічаються у

Франції і Північній Європі, а в XVII–XVIII ст. стають вагомим складником фінансових ринків [1, с. 3].

Безпосередню подібність до інвестиційних фондів має один із різновидів контрактів на дожиття – тонтини (англ. tontines), в яких анuitетні платежі виплачувалися боржником групі кредиторів, які розділяли виплати між собою. При цьому в разі смерті когонебудь з групи, його доля в платежах розподілялася серед тих, що залишилися в живих [2].

Плантаційні позики отримали поширення в XVII–XVIII ст. За сучасними поняттями вони фактично займалися сек'юритизацією іпотечних кредитів плантаторів у Вест-Індії. Перша компанія, що використала такий механізм, називалася Deutz & Co. Вона ще в 1695 р. сек'юритизувала кредит австрійському імператору, використавши як забезпечення доходи від ртутної копальні. У 1753 р. компанія, скориставшись цією схемою, почала випускати облігації на голландському ринку капіталу, а притягнені ресурси направляти плантаторам у Суринамі. Власники плантацій поставляли врожай цієї компанії, яка, своєю чергою, реалізовувала товар на голландському ринку за комісійні. Надходження від продажу урожаю, власність плантаторів, включаючи не лише землю, але й устаткування та рабів, виступало запорукою по процентних і основних платежах. З 1753 по 1776 р. сек'юритизовані плантаційні позики для голландських і британських колоній становили більшість нових розміщень цінних паперів на амстердамській біржі [1, с. 5].

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

Першим інвестиційним фондом, у сучасному розумінні, прийнято вважати траст, організований у 1774 р. голландським торговцем і брокером

на ім'я Abraham van Ketwich. Називався траст Eendragt Maakt Magt, що було на той момент девізом Голландської Республіки: «Єдність створює силу» (англ. Unity makes strength) і досить точно характеризувало сутність колективного інвестування. Об'єктом існує виступали бонди іноземних урядів (Австрії, Німеччині, Данії, Іспанії, Росії, Швеції) і банків, а також позики плантацій у Центральній і Південній Америці. Проспект емісії передбачав диверсифікацію портфеля у будь-який момент часу, оскільки метою фонду було надати дрібним інвесторам з обмеженим ресурсом (після кризи 1772–1773 рр.) можливість для диверсифікації заощаджень. Первинне розміщення, доступне для публіки, складало 2 000 акцій, після цього інвестори могли лише придбати акції у існуючих власників. Сьогодні фонд із такою схемою емісії своїх акцій можна було б класифікувати як закритий інвестиційний траст. У. Бергхус вважає його першим «взаємним» фондом, що в сучасному розумінні «взаємного» фонду, під яким розуміється відкритий фонд, не зовсім коректно [1, с. 6]. У період 1780–1800 рр. десятки інвестиційних трастів були створені з метою інвестування в цінні папери «уряду» США. Таким чином, Голландія разом із Францією та Іспанією стали одними з головних спонсорів Американської Революції.

Дослідники фінансової історії стверджують, що фондовий ринок, на якому з'явився перший фонд, був відносно розвиненим і прозорим, що, очевидно, було необхідною основою для появи таких «похідних» фінансових інструментів, як інвестиційні фонди. Більше сотні різних цінних паперів торгувалися на амстердамській біржі, інформація про ціни на найбільш ліквідні цінні папери були доступні учасникам через брокерів, а вже до кінця століття публікувалася кожні два тижні в спеціальному виданні разом з операціями по нерухомості і оголошеннями про виплату дивідендів [3]. А винахід нових механізмів – сек'юритизації і заміщення – став поштовхом до розвитку інвестиційних фондів.

Із появою Foreign and Colonial Government Trust, заснованого в 1868 р. у Лондоні, який у цілому повторював структуру та інвестиційну стратегію першого голландського фонду, почалося зародження індустрії інвестиційних фондів в англосаксонських країнах. Метою фонду було надати інвестору зі скромними доходами такі ж переваги, які є у великого капіталіста, знижуючи ризики інвестицій в іноземні та колоніальні державні папери. Інвестиційні фонди в США з'явилися більш ніж через сто років після першого голландського фонду – у 1890-х роках.

Перша світова війна знищила істотну частину європейської промисловості і дала змогу промисловості США поширитися на нові ринки збуту продукції. Це привело до зміни ролей США й Європи в системі кредиторів і боржників. У 20-ті роки в американців з'явилися надлишки накопичень. Ключовим чинником для розвитку інвестиційних фондів стало й те, що американцям вдалося масово познайомитися з інвестуванням на прикладі стандартного і популярного інструменту впродовж війни. Більше 20 млн. громадян стали власниками облігацій державної військової позики – Бондів Свободи (англ. Liberty Bonds), розрахованих на широкі маси, – мінімальний номінал доходив до 50 доларів [4, с. 14].

Багатьох, окрім прямого інвестування на ринку акцій, почали приваблювати трастові інструменти, що дають змогу, хоча б в теорії,

інвестувати в диверсифікований портфель цінних паперів, економити на масштабі і поклатися на професійного керівника, до того ж 20-ті роки характеризувалися потужним «бичачим» ринком. Трастові інструменти на той момент можна було розділити на два базові типи згідно з організаційною структурою. Перший і найбільш популярний був наближений до Британських і Шотландських інвестиційних трастів і зараз відомий під назвою «закритий фонд» (англ. closed-end fund). На початок кризи в 1929 р. у США існувало 89 публічних закритих фондів з активами приблизно на 3 млрд. дол., або 3,4% від загальної капіталізації акцій, що обертаються на NYSE, яка на той момент складала 87 млрд. дол. [4, с. 16].

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

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

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

Бостонська брокерська фірма Learoyd, Foster & Company у 1924 р. узяла на роботу і сформувала для Е. Лефлера Massachusetts Investment Trust (MIT), але оскільки ідея погашення акцій на вимогу так і не була реалізована, він пішов із компанії; тільки пізніше цей фонд дійсно став відкритим. У 1925 р. Е. Лефлер заснував свій власний фонд Incorporated Investors. Упродовж декількох наступних років він їздив по країні, пропонуючи свій фонд і просуваючи концепцію відкритих фондів. У 30-х роках він уже продавав акції фонду State Street Research Investment Trust, а в 1936 р. брав участь у слуханнях КЦПБ, де знову демонстрував турботу про добробут індивідуальних інвесторів, турботу, яка фундаментально вплинула на структуру фінансових ринків.

Випадок Е. Лефлера демонструє: на відносно дешевий продукт, розрахований на широке коло споживачів, що усуває існуючі незручності для споживача, чекає значне поширення, що зрештою може істотно змінити структуру економіки. Це стосується як фінансової сфери, так і всіх інших; прикладами можуть послужити ощадні банки в Англії XIX ст., автомобіль «Форд Т» початку XX ст., мікrokредитування у країнах, що розвиваються, на рубежі XX–XXI ст. за схемою Мухаммада Юнуса, персональні комп'ютери, аеробуси і т. д.

Таким чином, до середини 1920-их років склалася друга основна організаційна структура інвестиційних фондів – відкритий фонд (англ. open-end fund), або іноді званий «бостонський тип трасту», – яка пізніше практично витіснила першу. Хоча першим відкритим фондом прийнято

вважати Alexander Fund, заснований у 1907 р. Його статутні документи передбачали погашення акцій фонду й отримання чистої вартості активів на дату погашення пропорційно своїй долі, але для обмеженого кола осіб. Першим публічним відкритим фондом став вже згадуваний Massachusetts Investment Trust. За рік він притягнув 392 тис. дол. від 200 інвесторів [5, с. 27], що з урахуванням інфляції відповідає 5,3 млн. дол. у 2015 р. Massachusetts Investment Trust по сучасній класифікації можна було б віднести до фонду акцій компаній із великою капіталізацією (large cap equity fund), він інвестував в акції 19 «блакитних фішок» – залізниці, комунальні підприємства, страхові компанії.

До 1929 р. існувало всього 19 відкритих фондів з активами на 140 млн. дол., або більш ніж в 20 разів менше, ніж активів 675 закритих фондів [5, с. 11]. Крах 1929 р. кардинально змінив існуючий стан речей. Багато закритих фондів брали участь у невиправдано ризикованих операціях, які багаторазово збільшили втрати фондового ринку для їх інвесторів. Декілька трастів взагалі виявилися ні чим іншим, як схемою Понці. Ті, які працювали легально, використовували такі неприйнятні практики, які зараз справедливо вважаються незаконними:

- позичали кошти для збільшення розміру фонду і, відповідно, доходності за допомогою левериджа, обтяжували інвесторів додатковим ризиком переуступання прав старшим кредиторам у разі значного знецінення активів;

- не розкривали свій портфель, так що активи фонду і, отже, акції самого фонду могли оцінюватися у будь-яку ціну, яку встановить менеджмент;

- купували цінні папери не за принципом «витагнутої руки», а допомагаючи інсайдером позбавитися від небажаних акцій.

Ажіотаж на ринку цінних паперів кінця 20-х років привів до підвищення цін на закриті фонди більше, ніж на акції й облигації, що лежать в їх основі. До середини 1929 р. середня премія до вартості активів, що містяться в портфелі закритого трасту, складала майже 50%. Ця комбінація ажіотажу, неприйнятних практик і значного левериджа привела до того, що до кінця 1930 р. закриті фонди вже торгувалися зі знижкою в 25% по відношенню до вартості активів фонду (падіння в 75%), і це не враховуючи падіння вартості самих активів [4, с. 16–17].

Криза на фондовому ринку позначилася і на відкритих фондах, але також продемонструвала їх переваги. Можливість пред'явити акції фонду до погашення організаторам за ціною чистих активів на день пред'явлення оберегло їх від безлічі проблем, що підкосили діяльність закритих фондів. Вони не тримали великих позицій у неліквідних акціях і мало використовували кредитне плече, оскільки повинні були мати можливість продати їх у будь-який час на першу вимогу інвесторів. А оскільки ціна акції фонду при погашенні або продажі інвестору встановлюється на основі вартості чистих активів портфеля інвестицій, то можливість випустити нові акції фонду за підвищення попиту і ціни на них або пред'явити до погашення при зниженні ціни не давали змоги сильно відхилитися ціні акцій фонду від реальної вартості активів фонду. Результатом цих чинників стало те, що відкриті фонди пережили кризу краще, ніж їх «конкуренти». МІТ, наприклад, не лише втратив у ціні менше, ніж індекс Доу-Джонса у період з 1929 по 1932 р. (83% проти 89% [4, с. 17]), але

й притягнув нових інвесторів. Якщо в 1929 р. закриті фонди представляли практично 95% усієї індустрії інвестиційних фондів, то до 1940 р. їх доля скоротилася до 57% (від 1,1 млрд. дол.), а до 1943 р. відкриті фонди зайняли більшу частку і відтоді не здавали свої позиції [4, с. 21]. На цей процес вплинули і нові законодавчі ініціативи, надавши, зокрема, відкритим фондам деякі податкові переваги.

30-ті роки в США характеризувалися вибудовуванням системи регулювання фінансового ринку як відповідь на кризу початку десятиліття і на колапс, що спровокував його, на фондовому ринку. Архітектура сучасного регулювання багато в чому базується на ухвалених у той період законах, причому не лише для США. У решті світу розвиток фінансових ринків відбувався з оглядкою на США як лідера в цій сфері світової економіки.

Основними законами, прийнятими в той період, можна вважати:

- Закон про цінні папери 1933 р. (The Securities Act of 1933). Регулює весь ринок публічних цінних паперів і, як окремий випадок, акції інвестиційних фондів. Основні вимоги – реєстрація публічно пропонованих цінних паперів у КЦПБ, публікація проспекту емісії, в якому розкривається значима інформація про випуск. Також регулюється реклама, яку можна проводити під час емісії цінних паперів, чітко забороняються обман або спотворення інформації про випуск та інші шахрайські практики.

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

- Закон про доходи 1936 р. (Revenue Act 1936) уперше використав поняття взаємного фонду (mutual investment company) в офіційних документах і, що більш важливо, встановив: якщо вони відповідають цілій низці вимог, серед яких передача оподаткованого доходу інвесторам і викуп акцій фонду на вимогу інвесторів (тобто відриваються від виробничої компанії), то самі звільняються від сплати федерального податку на свій дохід (дивіденди компаній у портфелі активів). Ця можливість поставила їх у рівні умови з індивідуальними особами, що інвестують безпосередньо в акції, які були спотворені в результаті вимог платити податки на дивіденди, отримані корпорацією від іншої корпорації, і більше того, надала їм кращі податкові умови порівняно із закритими фондами. Наявність таких переваг змусила останніх об'єднати зусилля із взаємними фондами для юридичного оформлення своєї діяльності в Законі про інвестиційні компанії, і тільки після його ухвалення цей податковий дисбаланс був усунутий в оновленому Законі про доходи 1942 р. (Revenue Act of 1942) [6, с. 19].

- Закон про інвестиційні компанії 1940 р. (The Investment Company Act of 1940) з'явився багато в чому завдяки підтримці самих інвестиційних фондів, які були зацікавлені повернути собі публічну довіру після виявленого шахрайства під час фінансової кризи 30-х років. Він зобов'язував реєструвати інвестиційні компанії в новоствореній КЦПБ і надавати КЦПБ річну звітність. У раді директорів інвесткомпанії повинно знаходитися не менше

60% незалежних директорів (3/4 – «найкраща практика» згідно із сучасними стандартами корпоративного управління). Особи, афільовані зі структурами, які надають сервісні послуги інвестфонду (наприклад, фінансовий консультант), не повинні проводити ніяких сторонніх фінансових транзакцій з інвестфондом. Акції, випущені фондом, повинні мати рівне право голосу. Передбачався незалежний аудит річної фінансової звітності. Відкритим фондам обмежили залучення боргових ресурсів, і вводилося обмеження на розмір фонду – не менше 100 000 дол.

Із 1940 р. по 1980 р. індустрія інвестиційних фондів росла поступово, без особливих потрясінь. Активи під управлінням збільшувалися в середньому на 13% на рік як завдяки зростанню вартості самих активів, так і чистому припливу засобів інвесторів. Кількість фондів збільшувалася неквапливими темпами: 68 фондів – у 1940 р., 103 – у 1951 р., 204 – у 1967 р. і 500 – у 1978 р. [4, с. 22].

Наприкінці 1970-их років процентні ставки під впливом великої кількості економічних чинників піднялися до історичного максимуму. У період 1978–1982 рр. процентна ставка федеральних фондів ФРС (Federal funds rate) зазвичай знаходилася в двозначному діапазоні і навіть якось досягла 19% [7]. У цей час депозити – стандартний інструмент накопичення коштів для середнього класу – стали малопривабливими, оскільки банківське регулювання обмежило депозитні ставки банків. Найявніші різниці між реальними процентними ставками і ставками, доступними населенню, відкрила широкі можливості для інвестиційних фондів, що інвестують в інструменти грошового ринку.

Фонди грошового ринку надають доступ інвесторам до високодохідних короткострокових інструментів, які зазвичай проблематично придбати індивідуальному інвестору. У 1970 р. ФРС зняв обмеження на ставки по депозитних сертифікатах розміром більше 100 тис. дол., але небагато американців мали такі накопичення. Фонди грошового ринку могли акумулювати необхідні суми й інвестувати у високоякісні короткострокові зобов'язання. Це привело до того, що інвестори були зацікавлені в перенесенні своїх заощаджень із банківської системи (із депозитними ставками менше 5%) в індустрію інвестиційних фондів грошового ринку, таким чином відмовившись від страхування своїх коштів у Федеральній корпорації по страхуванню депозитів (FDIC). Із 1974 по 1982 р. активи фондів грошового ринку

виросли в сотню разів – від менш ніж 2 млрд. до 220 млрд. дол. Уже до 1981 р. 3/4 взаємних фондів були фондами грошового ринку [8, с. 175]. Таким чином, суть індустрії інвестиційних фондів дещо спотворилася: замість довгострокових інвестицій у диверсифікований портфель активів, що складаються з цінних, на думку управляючого, акцій або облігацій, вони фактично стали виконувати класичні функції банків – залучати короткострокові кредитні кошти для підприємств реального сектора. Але зате масове звернення інвесторів до цієї індустрії привело до популяризації інвестиційних фондів, і коли в 1982 р. Конгрес відмінив регуляторні обмеження на процентну ставку, це хоч і пригальмувало темпи зростання фондів грошового ринку, але вже не змусило інвесторів масово повернутися назад до банківських депозитів. Фонди грошового ринку надалі перестали домінувати серед інших типів інвестфондів, зате індустрія фондів у цілому отримала розповсюдження, але вже на здоровішій, класичній основі: більше половини активів фондів (1985–2014 рр.) являють собою довгострокові вкладення в акції й облігації, за останні п'ять років тільки 21% активів взаємних фондів – це фонди грошового ринку [8, с. 175]. Таким чином, регуляторні норми серйозно вплинули на ландшафт фінансового світу і в черговий раз в історії ринкові механізми дали змогу обійти штучно створене обмеження.

Як видно на рис. 1, починаючи з 1980-их років активи фондів (як і кількість фондів) росли щорічно двозначними темпами, практично по експоненті, і в 1995 р. обійшли за об'ємом депозити, залучені банківською системою. Найважливішу роль у цьому зіграла і тенденція американців до використання фондів для пенсійних накопичень.

Оскільки до кінця 1980-их років перше покоління бебі-бума в США досягло віку 40 років, актуалізувалося питання накопичення і збереження пенсій. Закон про безпеку пенсійних доходів працівників 1974 р. (ERISA 1974) покликаний затвердити мінімальні вимоги до пенсійних планів у приватному секторі, можливість перенесення плану при зміні працедавця і надати певні податкові пільги доходам, що відправляються на пенсійні рахунки. Результатом дії закону стала тенденція до переходу працедавців на пенсійні плани з фіксованими внесками, а не з фіксованими виплатами, як було раніше. Плани з фіксованими внесками все більше перетворювалися на взаємні фонди.



Рис. 1. Активи взаємних фондів і депозити у банках, застрахованих у FDIC, США, 1940–2014 рр. Джерело: побудовано автором на основі даних [4; 8; 14]

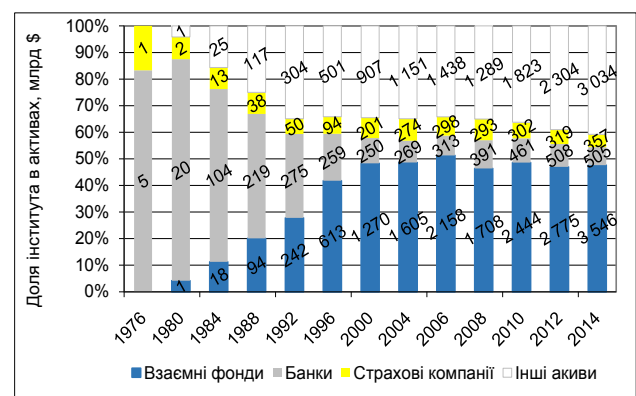


Рис. 2. Розміщення активів рахунків IRA серед різних інститутів, США, 1976–2014 рр. Джерело: побудовано автором на основі [13]

Податкова реформа 1981 р. (Tax Reform Act 1981) надала можливість більшості працюючих американців відкривати індивідуальні пенсійні рахунки (IRA): у більшості випадків заведені кошти звільнялися від сплати прибуткового податку. За ринок пенсійних накопичень починається жорстка конкуренція, в якій взаємні фонди витісняють банківські продукти (рис. 2). Зараз на рахунках 63% власників IRA є взаємні фонди, а у 53% – взаємні фонди акцій [9, с. 142].

У наші дні взаємні фонди грають ключову роль у накопиченні пенсійних активів. Так, 91% домогосподарств – власників взаємних фондів у США назвали однією з цілей володіння накопичення заощаджень, використовуваних після виходу на пенсію, а 72% опитаних заявили, що це – їх єдина мета [8, с. 119]. У 2014 р. взаємні фонди управляють 55% активів пенсійних планів із фіксованими внесками (що майже в три рази більше, ніж 20% у 1993 р.) і 48% активів з рахунків IRA (рис. 3), що сумарно складає 29% від 24,7 трлн. дол. усього американського ринку пенсійних накопичень [8, с. 160]. В останнє десятиліття доля взаємних фондів в активах указаних пенсійних планів відносно постійна, що може свідчити – довгострокове зростання стабілізувалося.

Але має місце і зворотна залежність: співпраця з пенсійною системою грає значну роль у розвитку інвестиційних фондів. Якщо в 1980 р. одне з 20 домогосподарств володіло акціями відкритих фондів, то до кінця століття власником стало кожне друге [4, с. 32]. Так, 68% людей, що вперше купили цінні папери взаємного фонду з 2005 по 2014 р., зробили це в рамках спонсорованого працевлаштування пенсійного плану [8, с. 120]. Багато учасників пенсійної системи, уперше познайомившись із взаємними фондами в рамках участі в пенсійних планах, починають використовувати їх надалі для інших накопичень. Близько половини довгострокових взаємних фондів (6,9 трлн. дол. з 13,1 трлн. дол. в абсолютному вираженні) знаходяться у володінні пенсійних планів [8, с. 161].

Кількість взаємних фондів у США випередила кількість компаній, що котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) (більше 9 000 інвестиційних фондів проти 3 200 компаній). Більшість фондів, що існували на початок нового століття, були відносно молодими: із понад 8 тис. фондів на 2003 р. 3/4 не було і 15 років, а половині – 10 років [4, с. 18]. Але серед них були і

вже згадувані перші взаємні фонди: Massachusetts Investment Trust (MIT) і State Street Research Investment Trust (SSRIT), що пережили Велику депресію. MIT на початок 2015 р. має активів близько 7,5 млрд. дол. [10]. Управляюча компанія SSRIT у 2004 р. була куплена однією з найбільших інвестиційних компаній – BlackRock, і фонд був реорганізований в BlackRock Select Equity Portfolio [11]. На момент продажу SSRIT налічував активів на 1,4 млрд. дол. [1, с. 18].

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

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

У 1970-ті роки починає зароджуватися й інша тенденція. Наукові дослідження, які були присвячені гіпотезі ефективності ринків, вплинули на практичну діяльність в інвестиційній індустрії. Дж. Боглу, який дізнався, що в середньому управління фондів не перевершують свій бенчмарк (яким найчастіше був індекс S&P 500), приходить ідея створення фонду, який просто складається з акцій індексу S&P 500 із мінімальними витратами на управління. Зараз перший індексний фонд, створений у 1976 р., називається Vanguard 500 Index, а сама управляюча компанія Vanguard (створена Дж. Боглом і входить до числа найбільших) розробляє методологію для розра-

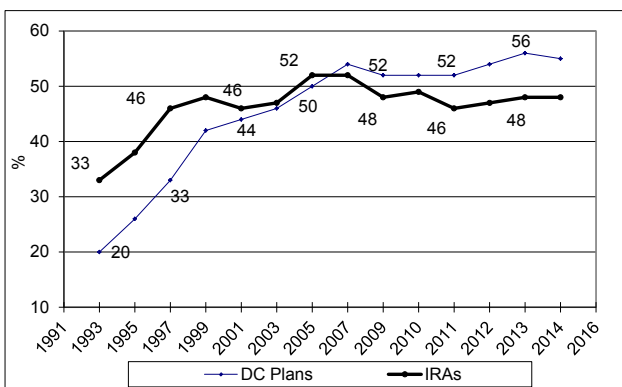


Рис. 3. Доля активів пенсійних планів з фіксованими внесками (DC Plans) і рахунків IRA, розміщених у взаємних фондах, 1993–2014 рр., США
Джерело: побудовано автором на підставі даних [8, с. 13]

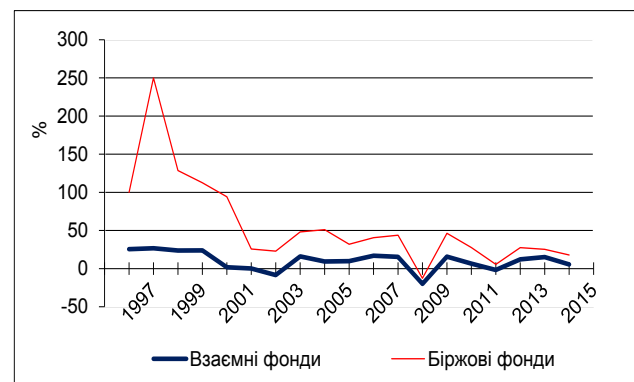


Рис. 4. Річні темпи приросту активів під управлінням БФ і взаємних фондів, 1995–2015 рр., США
Джерело: побудовано автором на підставі даних [8, с. 9]

хунку індексів по різноманітних ринкових секторах, пропонує інвесторам взаємні фонди, біржові фонди (ETF), які побудовані як на своїх, так і на індексах інших компаній.

Поширення парадигми ефективності ринків, а також переваги індексних фондів привели до того, що серед класичних американських взаємних фондів акцій (утім, це вірно і для європейських, і не лише фондів акцій) впевнено зростає частина фондів, заявлених як індексні: з 2000 по 2014 р. їх доля збільшилася більш ніж у два рази – з 9,5% до 20,2%. Більше того, далеко не всі фонди, що позиціонуються менеджерами як «активні», на практиці є такими.

Із початку 90-х років з'являються біржові фонди (БФ), які з самого початку створювалися для пасивного інвестування, тобто в прив'язці до найбільш популярних фондових індексів. У міру розвитку цього типу інструменту поглиблюється спеціалізація на рідкісніші й унікальніші сектори ринку, з'являються товарні біржові фонди, але всі вони, як і раніше, характеризуються пасивним стилем управління. Зараз активи БФ у світі складають близько 9% від світової індустрії взаємних фондів.

Першим у сучасному розумінні біржовим фондом у США став фонд, що спеціалізується на широкому асортименті американських акцій, слідує за індексом S&P 500, – SPDR. Фонд був презентований у 1993 р. після того, як спонсор цього фонду (SSgA) отримав від КЦПБ юридичну індульгенцію на відступ від деяких положень Закону про інвестиційні компанії 1940 р. Без цих послаблень створення структури БФ було б неможливе.

У сучасній історії ІСІ вони є одними з найновіших і різноманітніших інструментів на фінансових ринках, розвиваються динамічніше за своїх «колег». Біржові фонди об'єднують у собі сильні сторони взаємних фондів із ліквідністю, порівняною з ліквідністю акцій, а також доповнюють їх своїми власними унікальними характеристиками. Є усі підстави вважати, що як колись взаємні (відкриті) інвестиційні фонди практично витіснили закриті, залишивши останнім вузьку спеціалізовану нішу, так і біржові фонди, очевидно, потіснять класичні відкриті фонди.

Порівняльний аналіз зі взаємними фондами призводить до висновку, що їх недоліки в цілому співпадають, а основні переваги БФ полягають у такому:

- здатність акцій БФ обертатися на біржі забезпечує високу ліквідність вкладень інвесторам, недоступну власникам взаємних фондів;

- «натуральний» процес створення і погашення акцій БФ великими пакетами через посередників зумовлює їх податкові переваги і мінімізацію відхилення ціни портфеля активів від ціни акцій фонду на біржі;

- індексний підхід до інвестування мінімізує витрати на управління.

Розпочавши зростання з нуля на початку 1990-их років, БФ упродовж практично всього періоду існування демонстрували значні темпи зростання. Наприклад, у 1995 р. активи БФ склали 1 млрд. дол., а вже через 10 років – 400 млрд. В останнє десятиліття вони всі також показують високі темпи зростання, випереджаючи за швидкістю розвитку інші інвестиційні фонди (рис. 4). З 400 млрд. дол. у 2005 р. активи БФ під управлінням у всьому світі виросли до 2 946 млрд. дол. до кінця 2015 р., що відповідає зростанню майже в 22% річних [12, с. 44]. Поки їх подальше поширення стримують правила обліку: у США БФ класифікуються як акції, що знижує їх використання пенсійними планами, які мають регуляторні обмеження на вкладення в акції.

Висновки. Як показав історичний аналіз, еволюцію інвестиційних фондів визначали не лише внутрішні характеристики, властиві цим інститутам, але і чи не більшою мірою зовнішні процеси: розвиток ринку базових цінних паперів і фінансової грамотності населення, випадкові дисбаланси, викликані державним регулюванням, коли властивості інвестиційних фондів ставили їх у вигідніше положення порівняно з конкурентами. На останньому історичному етапі ключову роль зіграли накопичення пенсійних ресурсів широкого середнього класу і дослідження теорії ефективності ринків, завдяки яким поширення отримали індексне інвестування і добре пристосовані для цього біржові фонди. Враховуючи світовий досвід, для динамічного розвитку цих фінансових посередників в інших регіонах світу потрібне виконання хоча б частини цих чинників. Навіть там, де ІСІ представлені слабо, відчувається незаповнена «екологічна» ніша й існують передумови до їх появи і розвитку, потрібний елемент для кристалізації – будь то накопичення пенсійних ресурсів, масова приватизація або дискредитація банківської системи.

Список літератури:

1. Rouwenhorst K. G. The origins of mutual funds / K. Geert Rouwenhorst // Yale School of Management – Yale University – December 12, 2004. – Working Paper № 04–48. – P. 33.
2. Wagenvoort, H. Tontines: Een onderzoek naar de geschiedenis van de lijfrenten bij wijze van tontine en de contracten van overleving in de Republiek der Verenigde Nederlanden. dissertation Utrecht / Wagenvoort, H, 1961.
3. Neal L. The Rise of Financial Capitalism : International Capital Markets in the Age of Reason / L. Neal // Cambridge University Press, 1990. – P. 278.
4. Gremillion L. Mutual Fund Industry Handbook / Lee Gremillion // Boston Institute of Finance. – New Jersey : Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2005. – 381 p.
5. Baumol W. J. The Economics of Mutual Fund Markets : Competition Versus Regulation / Baumol, W., Goldfeld, S.M., Gordon, L.A., Кітл, F.–М. // Boston: Kluwer Academic Publishers, 1990. – 243 p.
6. Matthew P. F. The Revenue Act 1936 / Matthew P. Fink // Financial History – Fall 2005 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.financialhistory.org
7. Historical Data on Effective Federal Funds Rate, Federal Reserve Bank of St. Louis [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>
8. 2015 Investment Company Fact Book, Investment Company Institute / 55 edition, 2015. – 312 p.
9. 2014 Investment Company Fact Book, Investment Company Institute / 54 edition, 2014. – 294 p.
10. MFS Products, Fund Overview Massachusetts Investors Trust [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.mfs.com/wps/portal/mfs/us-investor/products/mutual-funds>
11. SEC Filings, Form N – 14, STATE STREET RESEARCH FUNDS – November 10, 2004 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/844779/000119312504192846/d425.htm>
12. ETF Annual Review & Outlook, Deutsche Bank. Markets Research, 21 January 2016. – 115 p.

13. Report: The U.S. Retirement Market, Investment Company Institute / First Quarter 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.ici.org/research/stats/retirement>
14. FDIC Bank Data and Statistics [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www5.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.asp>

Науменко К. В.

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

ЭВОЛЮЦИОННОЕ РАЗВИТИЕ ИНСТИТУТОВ СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Резюме

В работе исследуется история развития институтов совместного инвестирования (ИСИ) от первых прототипов инвестиционных фондов до современного состояния. Особое внимание уделяется точкам бифуркации – моментам, когда происходили кардинальные изменения на рынках ИСИ и новые формы сменяли привычные конструкции. Установлены основные факторы, которые влияли на развитие в том или ином направлении.

Ключевые слова: институты совместного инвестирования (ИСИ), инвестиционные фонды, взаимные фонды, открытые/закрытые фонды, биржевые фонды, накопительная пенсионная система.

Naumenko K. V.

I. I. Mechnikov Odessa National University

EVOLUTIONARY DEVELOPMENT COLLECTIVE INVESTMENT INSTITUTIONS

Summary

History of Collective Investment Institutions (CII) development is investigated in this study from the first prototypes of investment funds to the current state. Special attention is paid to the points of bifurcation – moments, when there were cardinal changes in CII markets and new forms replaced familiar constructions. Basic factors that influenced the development in one or another direction are determined.

Key words: Collective Investment Institutions (CII), investment funds, mutual funds, open-end/ closed-end funds, exchange-traded funds, accumulative pension system.

УДК 339.545

Неботов П. Г.

Київський національний торговельно-економічний інститут

РАМКОВІ СТАНДАРТИ БЕЗПЕКИ І СПРОЩЕННЯ МІЖНАРОДНОЇ ТОРГІВЛІ ЯК МЕХАНІЗМ УДОСКОНАЛЕННЯ ЕКСПОРТНОГО КОНТРОЛЮ ПРОДУКЦІЇ ПОДВІЙНОГО ПРИЗНАЧЕННЯ В УКРАЇНІ

Розглянуто питання гармонізації та модернізації міжнародних митних процедур за допомогою введення рамкових стандартів безпеки і спрощення світової торгівлі. Розкрито сутність, основні принципи та положення рамкових стандартів щодо вдосконалення роботи митних органів у сфері забезпечення безпеки ланцюгів поставок. Проаналізовано вплив від запровадження рамкових стандартів на ефективність функціонування системи експортного контролю продукції подвійного призначення.

Ключові слова: рамкові стандарти, безпека, Всесвітня митна організація, експортний контроль, продукція подвійного призначення, уповноважений економічний оператор.

Постановка проблеми. Підписання Угоди СОТ про спрощення процедур торгівлі винесло питання автоматизації, раціоналізації та реінжинірингу митного адміністрування на чільні місця в системі пріоритетів удосконалення зовнішньоторговельної політики практично всіх країн світу. Оскільки міжнародна торгівля розвивається в невід'ємному зв'язку зі світовою економікою, застарілі та неефективні митні процедури на сучасному етапі виступають значним бар'єром на шляху цього розвитку. Усунення цих бар'єрів має на меті зменшення бюрократичного тягаря (кількості одержуваних дозволів та інших документів) та прискорення зовнішньоторговельних операцій із метою зниження транзакційних витрат і зростання рівня міжнародної конкурентоспроможності національного бізнесу.

Водночас митним службам належить продовжувати здійснювати дієвий експортний контр-

оль над продукцією військового використання та подвійного призначення з метою боротьби з тероризмом і міжнародною злочинністю, розмах яких значно збільшився останнім часом і набув нових форм унаслідок можливостей, що з'явилися в результаті технічного прогресу. Важливим залишається також проведення роботи, спрямованої на підвищення рівня законослужняності учасників зовнішньоекономічної діяльності та забезпечення безпеки глобальних ланцюгів постачання товарів.

Найбільш значущим міжнародним документом, що поєднує в собі норми рекомендаційного характеру щодо спрощення процедур торгівлі і водночас забезпечення високого рівня безпеки міжнародних торговельних операцій, є Рамкові стандарти безпеки і спрощення міжнародної торгівлі, розроблені Всесвітньою митною організацією (ВМО).