



УДК 336.714

Виявлення взаємозалежностей у розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку

В'ячеслав Леонідович Пластун,

доцент кафедри фінансів

ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (м. Суми),

кандидат економічних наук, доцент

Анотація. Розглянуто особливості взаємного впливу інституційних інвесторів і фондового ринку в процесі їх розвитку. Наведено конкретні приклади того, як діяльність окремих типів інституційних інвесторів змінюють умови роботи фондового ринку, і – навпаки, а також наголошено на пріоритеті розвитку інституційних інвесторів для формування активно функціонуючого фондового ринку. Окрім цього, показано, які зміни можуть відбуватися в інших секторах фінансових ринків під впливом змін у діяльності інституційних інвесторів і фондового ринку.

Ключові слова: інституційні інвестори, фондовий ринок, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні компанії.

Постановка проблеми. Значення інституційних інвесторів для світової економіки є визначальним, урахувавши сумарну кількість активів, яка накопичена цими фінансовими посередниками. При цьому на сучасному етапі їхнього розвитку ці інститути майже зрівнялися за рівнем впливу на світові фінансові ринки, адже розміри їхніх активів приблизно однакові, з деяким домінуванням пенсійних фондів. Хоча відносно нещодавно (до 1990-х років включно) саме пенсійні фонди були найбільш важливими серед інституційних інвесторів, маючи в розпорядженні активи, обсяги яких сягали до 50% ВВП у розвинених країнах, тоді як страхові компанії не перевищували 30% аналогічного показника, а взаємні фонди взагалі нараховували не більше ніж 20% ВВП.

Не зважаючи 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 конкретній країні сприяти розвитку недержавних пенсійних фондів (НПФ), страхових компаній (СК), інститутів спільного інвестування (ІСІ) в умовах слабого фондового ринку, що цілком відображає поточну ситуацію, яка склалась в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У публікаціях вітчизняних дослідників скоріше зазначається роль, яку відіграють інституційні інвестори на фондовому ринку, їхні функції та особливості роботи. Окремо розглядається діяльність НПФ, СК, ІСІ та інших фінансових посередників на фінансовому ринку в цілому. Цьому присвячено чимало робіт таких учених, як, З. Вагаманюк, 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 вивчаються за кордоном у дослідженнях Е. Девіса, Р. Мертона, З. Боді, М. Кона та ін.

Невирішені раніше частини проблеми. Поза увагою дослідників залишаються процеси взаємозв'язків

у розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів серед вітчизняних науковців. Значно краще проблема опрацьована зарубіжними дослідниками, але й вони скоріше приділяють увагу змінам, які відбуваються при розвитку окремих інституційних інвесторів, ніж розглядають проблему в цілому.

Цілі статті. Мету статті можна сформулювати так: що йде першим – розвиток фондового ринку, який сприяє розвитку інституційних інвесторів, чи, навпаки, розвиток інституційних інвесторів є причиною розвитку фондового ринку. Відповідь на це питання багато в чому залежатиме від конкретного виду інституційного інвестора.

Виклад основного матеріалу. Традиційно інституційних інвесторів поділяють на недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та фонди взаємного інвестування. Діяльність кожного з цих фінансових інститутів має свої відмінні характеристики й особливості, тому їхній вплив на фондовий ринок (і навпаки) дещо відрізняється.

Проблеми розвитку недержавних пенсійних фондів напряму пов'язані з успішною реалізацією реформи пенсійної системи, обов'язковою складовою якої має бути створення НПФ, що може зіткнутись із певними складнощами за умови відсутності розвиненого фондового ринку. Існує три головні передумови, виконання яких дозволить країні, яка не має нормально функціонуючого фондового ринку, успішно провести пенсійну реформу. До них відносять: зобов'язання держави послідовного і довгострокового характеру із здійснення пенсійної реформи; упровадження механізмів захисту учасників пенсійної системи (перш за все фізичних осіб) і їхніх активів; вільний доступ до залучення передового закордонного досвіду. Виконання цих умов можливе лише в разі цілісного підходу до проведення економічних реформ, бажання співпрацювати з банківським і страховим секторами, ринками капіталу, а також упровадження відповідних змін у макроекономічній і фінансовій політиці. Важливим елементом є послідовність дій урядів, які будуть змінювати одне одного, у подальшому розвит-



ку початкових ініціатив реформування вітчизняної пенсійної системи.

Що стосується відкритості для закордонного до-свіду, то держава має забезпечити можливості вільно-го доступу іноземних гравців у пенсійну систему (ба-жано 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, які характеризую-ться 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 реформуван-ня і відкритість є запорукою успіху пенсійної рефор-ми в довгостроковому періоді. Ураховуючи той факт, що накопичення пенсійних активів здійснюється по-мірними темпами, держава завжди буде мати час для розвитку фондового ринку, а отже, впровадження умов для діяльності НПФ є первинними в порівнянні з наявністю розвиненого фондового ринку. На почат-ковому етапі функціонування системи НПФ загальні обсяги їхніх активів будуть незначними, а отже, вони можуть бути інвестовані в державні цінні папери і розміщені на банківських депозитах. У міру зростан-ня пенсійних активів перелік напрямів інвестування також буде розширюватись до акцій і облігацій кор-порацій, що, у свою чергу, позначиться на розвитку фондового ринку.

Показовим прикладом успішної реалізації пенсій-ної реформи є досвід Чилі, який доводить, що роз-виток інституційних інвесторів може бути тригером розвитку фондового ринку. Чилійська пенсійна систе-ма 1981 року була перетворена з неплатоспроможної системи соціального забезпечення на децентралізова-ну обов'язкову систему пенсійного забезпечення, до якої робітники відраховували 10% від своєї заробітної плати. Активи інвестувались на індивідуальній основі приватними інвестиційними компаніями. При цьому робітники мали право перевести свої кошти до іншої компанії в разі незадовільних результатів попередньо-го розпорядника коштів. Активи пенсійних фондів зросли з нуля 1980 року до 42% ВВП країни (1998 р.). Це супроводжувалось одночасним зростанням пито-мої ваги фінансових активів у ВВП з 28% у 1980 р. до 68% у 1993 р. І хоча на початковому етапі реформи за-конодавчо було заборонено здійснювати інвестиції в акції, тим не менш активи пенсійних фондів розміщу-вались не тільки в державні облігації, а й у депозитні сертифікати банків і іпотечні облігації. Унаслідок цьо-го 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 1985 року, що призвело до суттєвого зростання їхньої питомої ваги майже од-разу (до 30% сукупного портфеля інвестицій). У свою чергу, такий крок призвів до збільшення капіталізації фондового ринку за п'ять років у кілька разів (із 32% ВВП у 1988 р. до 90% ВВП у 1993 р.) [5].

Р. Хольцманн довів, що пенсійна реформа Чилі призвела до зростання реального сектору економіки завдяки підвищенню її продуктивності й акумуляції вільного капіталу, а також до значного розширення фі-нансового ринку в цілому і фондового ринку зокрема [3]. У табл. показано, що зростання пенсійних фондів супроводжувалось збільшенням обсягів емісії корпо-ративних облігацій (які часто розміщувались безпо-середньо 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.

Таблиця

Розвиток фінансового сектору Чилі до і після впровадження пенсійної реформи, % ВВП

Показник	1980 р.	1986 р.	1992 р.
Інструменти з фіксованою дохідністю	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

Джерело. Transition report 1996. Infrastructure and Savings [Electronic resource] // European Bank for Reconstruction and Development. – 1996. – P. 98. – Available from: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr96.pdf> [7].

Дж. Фортейн також зазначає, що розвиткові пен-сійних фондів Чилі сприяв рух внутрішніх фінансових ресурсів. Наприклад, попит на довгострокові держав-ні облігації з боку пенсійних фондів дозволив урядові країни обслуговувати зовнішні зобов'язання за раху-нок внутрішніх джерел шляхом збільшення внутріш-нього боргу країни з 5% (1980 р.) до 28% (1990 р.) ВВП без суттєвих змін у системі оподаткування і шкоди реальному сектору економіки. Обмеження на розмі-щення пенсійних активів за кордоном також призвело до їх інвестування лише на внутрішньому фінансово-му ринку, що пояснює його стрімке зростання за той період (1980–1990 рр.), а також той факт, що ця країна краще ізольована від можливих змін настроїв між-народних інвесторів і значно менше постраждала від корекції після Мексиканської кризи, ніж інші країни Латинської Америки [2].

Необхідність реформування страхового бізнесу та-кож достатньо важлива для країн із низьким і середнім рівнями дохідності, хоча і не є настільки принциповою в порівнянні з реформуванням пенсійної системи. Тим не менш страховий ринок впливає на макроекономіч-ну стабілізацію у країні, тому усунення таких загаль-них проблем, як бар'єри для входу на ринок (особливо іноземних компаній), недостатня капіталізація страхо-вих компаній, високі експлуатаційні витрати, низька якість страхових послуг, відсутність нових, інновацій-них продуктів, слабкий контроль за страховими бро-керами, високий рівень дебіторської заборгованості, значна кількість випадків страхового шахрайства, за-тримки у виплаті страхових відшкодувань, недовіра страхувальників до страховиків, спроможні значно



поліпшити 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 типи 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 скоріше 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 актуальним виступає проблема інтерактивної взаємодії і взаємного впливу інституційних інвесторів і фондового ринку. Досвід англосаксонських країн свідчить про наявність значних переваг від такої взаємодії, адже інституційні інвестори можуть виступати своєрідною протизагою домінуючому банківському сектору, створюючи умови для конкуренції і подальшого розвитку фінансової системи, стимулювання фінансових інновацій і 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 у цілому і 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, які домінують на місцевому фінансовому ринку, бути конкурентоспроможнішими, реалізовувати заходи із самостійного пошуку клієнтів, ніж чекати, поки ті самі звернуться за послугами. Подібні зрушення відбулись у США на рубежі 40–50-х років ХХ століття, а протягом наступних 10 років були повторені спочатку іншими англосаксонськими країнами і згодом більшістю розвинених країн.

У США цей процес стимулювався не тільки підвищенням значення інституційних інвесторів, а й значними змінами в інвестиційній політиці лайфхових страхових компаній, на які припадала суттєва частина

активів фінансового сектору США (від 11% у 1900 р. до 25% у 1940 р.) [4]. 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 передоплати, а 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 сходять до думки, що вплив інституційних інвесторів призводить до збільшення пропозиції довгострокових фондів грошових коштів і до зменшення частки банківських депозитів. Загальна пропозиція заощаджень, як правило, залишається на приблизно однаковому рівні або змінюється несуттєво в короткостроковому періоді [1].

Домогосподарства намагаються тримати більшу частину своїх заощаджень у ліквідній формі, на відміну від інституційних інвесторів. Це пояснюється відносною короткостроковістю їхнього часового горизонту, у той час як інституційні інвестори (особливо пенсійні фонди і страхові компанії) мають довгострокові зобов'язання, через що вони намагаються здійснювати вкладення в довгострокові активи (акції, нерухомість), які 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, приймаючи додатково до уваги природу власних зобов'язань, податкових норм і особливостей державного регулювання їхньої діяльності.

Також існує думка, що збільшення пропозиції довгострокових фінансових інструментів багато в чому викликано зростанням активів пенсійних фондів і появою можливості в домогосподарств здійснювати інвестиції в цінні папери. Це призводить до вирівнювання дохідності між акціями і облігаціями і навіть робить емісію акцій більш дешевою в порівнянні з облігаціями, спонукаючи інших суб'єктів ринку активно застосовувати можливості, які надає фондовий ринок.

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 входити в цей сектор і навіть дії регулятора не змогли суттєво змінити таке



становище, то поява інституційних інвесторів із 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 1980–1990 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 і проведення торгів на вторинному фондовому ринку**. Значно зменшилися спреди на розміщення цінних паперів корпораціями, які повністю викупували інституційні інвестори. 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 зумовлено розвитком інституційних інвесторів. Саме вони (зокрема пенсійні фонди) стали фактором зростання попиту на довгострокові цінні папери із фіксованими купонними ставками, облігації з нульовим купоном та іпотечні цінні папери. Імунізаційні стратегії (тобто такі, що дозволяють захиститись від змін відсоткових ставок) інституційних інвесторів сприяли використанню похідних фінансових інструментів (зокрема, індексних опціонів і ф'ючерсних контрактів). Перший індексний взаємний фонд був створений саме для пенсійних фондів 1971 року як відповідь на те, що стратегії активного управління портфелем інвестицій неспроможні дати вищу доходність, ніж пасивне інвестування у фондові індекси. Після цього з'явилися індексні фонди облігацій, акцій малих і середніх компаній, акцій нерезидентів тощо.

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, оцінка активів, проведення нових емісій

цінних паперів, розкриття результатів аудиторських перевірок корпоративної звітності мають прийматись, у 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, аніж 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 щодо поліпшення інфраструктури фондового ринку, пов'язаною із проведенням торгів цінними паперами. Ці покращення стосуються не тільки організації самих торгів, а й створення установ, відповідальних за проведення клірингу і розрахунків, реєстрації та обліку прав власності на цінні папери, появи центральних депозитаріїв. Тому ці зміни призводять до формування ефективної системи торгів цінними паперами, яка характеризується низькими трансакційними витратами, прозорістю торгів, їхньою високою ліквідністю, незначними коливаннями цін на фінансові активи. Завдяки інституційним інвесторам набули розвитку надійні і високоефективні системи електронних торгів, які дозволили впоратись із постійно зростаючими обсягами торгів.

Вплив інституційних інвесторів на ліквідність торгів і фондового ринку в цілому залежить від їхньої інвестиційної політики і особливо від того, наскільки активно вони впливають на склад і 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 залежатиме 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 і мінімальних трансакційних витратах. Тому інфраструктура фондового ринку повинна відповідати цим вимогам, 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 призводить до подальшого зниження трансакційних витрат і, у свою чергу, сприяє поступовому зменшенню вартості капіталу.



Роль інституційних інвесторів у корпоративному управлінні зростає в міру збільшення їхнього впливу як акціонерів. Але доти, доки 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 разі незгоди без суттєвих втрат у ринковій вартості цінних паперів.

Але в міру збільшення впливу на фондовий ринок і зростання участі в акціонерному капіталі інституційні інвестори стають домінуючими власниками акцій багатьох корпорацій. У цьому разі вони можуть безпосередньо впливати на стратегічні рішення в розвитку компаній, а вихід із числа акціонерів (у разі незадовільних результатів роботи компанії) уже 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, 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 і прийняти необхідні регулятивні 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, Council of Institutional Investors [6] у США регулярно публікує список із 50-ти компаній з найгіршими показниками діяльності, створюючи таким чином тиск на їхній менеджмент без необхідності проведення активних дій із залученням дрібних акціонерів чи інституційних інвесторів або створення їм загрози в разі вжиття топ-менеджментом корпорацій контрзаходів. Окрім цього, такі об'єднання виступають з ініціативами поліпшення корпоративного управління, посилення відповідальності топ-менеджерів за результати їхньої роботи, упровадження норм корпоративного управління, які стосуються відокремлення функцій голови правління і виконавчого директора компанії, призначення невиконавчих директорів у 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 й обґрунтування сум управлінських компенсацій тощо.

Розвиток фондових ринків і зростання інституційних інвесторів вимагає впровадження заходів 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 браку досвіду в персоналі регуляторів, недостатня послідовність у виконанні норм, існуючих у законодавстві, наявність поступок для порушників установлених норм і правил.

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

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, поліпшило ліквідність і 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, у якому експансія інституціонального сектору стимулює фінансову інтеграцію, а фінансова інтеграція одночасно має значний ефект на інвестиційну поведінку фінансових посередників.

Висновки. Підбиваючи підсумки, можна стверджувати, що розвиткові інституційних інвесторів не-



обхідно приділяти суттєву увагу, адже підвищення їх ролі в економіці та на фінансових ринках призводить до значних позитивних зрушень. Ці зміни стосуються не тільки фондового ринку, на якому присутність цих фінансових посередників позначається найбільше, а й зачіпляє інших економічних суб'єктів, спонукає до виникнення якісних перетворень у системі державного регулювання, відстоювання інтересів міноритарних акціонерів, поліпшення інфраструктури фінансових ринків, появи нових фінансових інструментів.

Очевидно, що саме розвиток інституційних інвесторів створює умови для еволюційних зрушень на фондовому ринку. Без їхньої участі фактично не можлива поява сильного фондового ринку в країні. Це підтверджується досвідом багатьох розвинених країн. Про це свідчать і українські реалії: банкоорієнтовна фінансова система не створює умов для функціонування фондового ринку. Тільки поява сильної противаги банкам у формі інституційних інвесторів може виступити тригером, який сформує сучасний активний фондовий ринок.

Список використаних джерел

1. Davis E. Institutional Investors / E. Davis, B. Steil. – Massachusetts : The MIT Press, 2001. – 524 p.
2. Fontaine J. A. Are there good macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds? The Chilean experience / J. A. Fontaine // The economics of pensions / ed. S. Valdes-Prieto. – Cambridge University Press, 1997. – P. 251–277.
3. Holzmann R. Pension reform, financial market development and economic growth, preliminary evidence from Chile [Electronic resource] / R. Holzmann // IMF Staff Papers. – 1997. – Vol. 44. – No. 2. – Available from : <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3867541?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21101298127493>.
4. Krooss H. A History of Financial Intermediaries [Electronic resource] / H. Krooss, M. Blyn // New York : Random House, 1971. – 254 p. – Available from : http://econpapers.repec.org/article/cupjehis/v_3a32_3ay_3a1972_3ai_3a04_3ap_3a988-989_5f07.htm.
5. Morande F. G. Savings in Chile: What went right? [Electronic resource] / F. G. Morande // Journal of Development Economics. – 1998. – Vol. 57. – Issue 1. – P. 201–228. – Available from : <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304387898000832>.
6. The Council of Institutional Investors : Official web-site [Electronic resource]. – Available from : <http://www.cii.org>.
7. Transition report 1996. Infrastructure and Savings [Electronic resource] // European Bank for Reconstruction and Development. – 1996. – P. 98. – Available from : <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr96.pdf>.
8. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – М., 2007. – 592 с.

Summary. The article discusses the features of mutual influence of institutional investors and stock market. The author provides specific examples of how the activities of certain types of institutional investors change the stock market and vice versa, and underlines the primacy of institutional investors to form an active functioning stock market. In addition, the article shows that changes may occur in other sectors of the financial markets influenced by changes in the activities of institutional investors and stock market.

Keywords: institutional investors, stock market, pension funds, insurance companies, investment companies.