УДК 339.727.22

В. М. Мороз, аспірант Національної академії
державного управління при Президентові України

ФОРМУВАННЯ І РОЗВИТОК НАУКОВО-ТЕОРЕТИЧНИХ ОСНОВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

У статті розглядаються актуальні питання історичного розвитку науково-теоретичних основ спільного інвестування в міжнародній практиці господарювання. Охарактеризовано основні наукові теорії, концепції та парадигми, що були покладені в основу становлення та розвитку інститутів спільного інвестування.

В статье рассматриваются актуальные вопросы исторического развития научно-теоретических основ совместного инвестирования в международной практике хозяйствования. Охарактеризованы основные научные теории, концепции и парадигмы, которые положены в основу становления и развития институтов совместного инвестирования.

The article is focused on the analysis of scientific theories which determined the development of joint investment activities on international level. The main scientific approaches and their impact on the historical development of the investment funds have been characterized.

Ключові слова. Інститут спільного інвестування, фондовий ринок, наукова теорія, заощадження, інвестиції.

Вступ. Сучасні особливості функціонування інститутів спільного інвестування визначаються науково-теоретичними засадами, що являють собою систему наукових теорій та практичних рекомендацій, вироблених протягом усієї історії розвитку цих інститутів. Наукові теорії розвивалися разом із самими інститутами і відігравали певну роль у динаміці цього розвитку, що дозволило чіткіше обгрунтовувати мету, цілі та завдання таких інститутів, особливості їх діяльності та роль у ринковій економіці.

Теоретичною основою дослідження стали праці зарубіжних науковців у галузі теорії економічного зростання, ефективності фінансових ринків та їх регулювання, діяльності інституційних інвесторів, концепцій і механізмів створення та функціонування інститутів спільного інвестування: Г. Марковіца, Ф. Фабоцці, Ф. Модільяні, У. Шарпа, І. Фішера, Д. Тобіна, Р. Мертона, Д. Бейлі, Д. Богла, Д. Віттаса.

Постановка завдання. Метою статті є розкриття й систематизація наукових теорій, що визначальним чином впливали на становлення і розвиток інститутів спільного інвестування в міжнародній практиці господарювання.

Результати дослідження. Важливе значення для формування наукових засад спільного інвестування відігравали наукові теорії, які можна об'єднати у три групи:

1) теорії, що досліджували особливості здійснення заощаджень та інвестування;

2) теорії, що описують процес вибору інвестиційного портфеля відповідно до вподобань інвесторів;

3) дослідження макроекономічних функцій інститутів спільного інвестування; при цьому наукову основу спільного інвестування становить синтез цих теорій, що включає у взаємозв'язку формалізацію інвестиційних уподобань інвесторів, управління інвестиціями відповідно до цих уподобань, а також висновки щодо макроекономічної ролі спільних інвестицій.

До середини XX ст. найбільше значення для розвитку спільного інвестування мав розвиток теоретичних основ у рамках першої групи. Тут варто виділити період 1920–1930-х рр., коли спільні інвестори в США вперше стали помітним явищем. Певною мірою це пов'язано з працями І. Фішера (I. Fisher) з теорії процентної ставки і зведеної вартості [1].

© В. М. Мороз, 2010

І. Фішер довів, що критерії оцінки інвестицій пов'язані тільки зі ставкою поточної дохідності, а не з наданням переваги індивідуумів поточного споживання споживанню в майбутньому. Таким чином, інвестори користуються одними й тими ж інвестиційними критеріями і, таким чином, об'єднують кошти за допомогою інститутів спільного інвестування. Ці теоретичні положення багато в чому підкріплені бурхливим розвитком індустрії перших взаємних фондів у США.

Формування капіталу в схемах Фішера традиційно пов'язують з відмовою від поточного споживання частини благ, а подальше використання "збережених" коштів – з вибором між різними інвестиційними можливостями. Новим елементом у цій концепції був аналітично-понятійний апарат, що вживався автором для досліджень рівноваги на ринку позичкового капіталу. Фішер активно використовував апарат кривих байдужості: на діаграмах, на осях яких відкладено грошові оцінки споживання в поточний і майбутній періоди, рівноважний рівень відсотка характеризується кутом нахилу прямої, котра одночасно торкається кривої інвестиційних можливостей і кривої байдужості, що характеризує поточні й майбутні вподобання власників грошових коштів [2].

Одне з найбільш помітних місць у розвитку теорії заощаджень займають праці американського економіста італійського походження Ф. Модільяні. Модільяні отримав Нобелівську премію з економіки в 1985 р. "за аналіз поведінки людей стосовно заощаджень", тобто за наукову працю, що має важливе

прикладне значення для пенсійних програм, та за дослідження зв'язку фінансової структури компаній з оцінкою її акцій інвесторами.

Модільяні виявив психологічні закономірності створення заощаджень у населення. Він висунув гіпотезу "життєвого циклу" [3]. Згідно із цією гіпотезою від початку своєї трудової діяльності людина створює заощадження (передає певні кошти на зберігання в банк) і грошові накопичення (купує цінні папери). Ці суми постійно зростають і досягають максимуму перед виходом на пенсію. Все це здійснюється для підтримки досягнутого рівня споживання в старості. Учений стверджував, що "головний мотив (для заощаджень) полягає в тому, щоб мати можливість підтримувати достатньою мірою постійний життєвий стандарт". Відповідно до цього прагнення людини підтримувати постійним свій рівень споживання є головною метою здійснення заощаджень. Ця гіпотеза дала можливість підвищення ефективності діяльності фінансових посередників, оскільки забезпечила практичний інструментарій для створення фінансових продуктів, що більше відповідають інтересам інвесторів.

Розвиток теорій у рамках другої групи обумовлений тим, що від самого початку свого існування спільні інвестори, як правило, були портфельними інвесторами. Перші інститути спільного інвестування з'явилися у XVIII ст. Хоча теорія портфеля сформувалася значно пізніше, після Другої світової війни, проте можна говорити, що основні принципи цієї теорії бралися з практики й досвіду портфельних інвесторів, у тому числі інститутів спільного інвестування.

Важлива особливість теоретичних праць довоєнного періоду полягає у виробленні гіпотези про повну визначеність умов, в яких ухвалюються фінансові рішення. Теорії Фішера та Модільяні добре пояснюють значну частину практичної поведінки людей щодо прийняття інвестиційних рішень. Проте очевидно, що інші частини людської поведінки в даній сфері не можна пояснити, не враховуючи їх відношення до ризику та умов невизначеності. Тому лише застосування якісних, теоретико-ймовірнісних методів дозволило істотно просунутися в дослідженні впливу ризиків на ухвалення інвестиційних рішень. Наукові праці цього напряму отримали назву "Сучасна теорія портфеля".

Родоначальником сучасної теорії портфеля вважається американський економіст, лауреат Нобелівської премії Г. Марковітц (H.Markovitz). Сучасна теорія портфеля сформульована в його праці, опублікованій у 1952 р. [4].

Г. Марковітц вважав, що потреби інвесторів найбільшою мірою задовольняє ефективний портфель з оптимальним співвідношенням параметрів дохідності і ризику при припущеннях про раціональність вибору інвесторів у рамках двопараметричної моделі дохідність/ризик, де ці параметри є двома вимірами даного простору, точка або область в якому визначає стан відповідного активу або інвестиційного портфеля.Теорія дала інструмент оцінки ризику, який грунтується на розумінні ризику як середньоквадратичного відхилення.

Сучасна портфельна теорія науково обгрунтувала одну з основних цілей створення перших інститутів спільного інвестування. Одним з її найважливіших досягнень стали методи оптимізації ризику портфеля: для зведення ризику до мінімуму портфель потрібно диверсифікувати. Сучасна портфельна теорія доводить, що диверсифікація знижує загальний ризик портфеля: скорочується власний (несистематичний) ризик і усереднюється ринковий (систематичний) ризик.

Проте необхідно зазначити, що диверсифікація не досягається автоматично в результаті купівлі декількох цінних паперів. Справа в тому, що цінні папери в портфелі не повинні корелювати між собою – саме в цьому випадку втрати за одними інструментами компенсуватимуться приростом за іншими. Інакше кажучи, сучасна теорія портфеля дає додатковий інструмент мінімізації ризику: коваріацію (або кореляцію) між цінними паперами. Таким чином, оптимізація відбувається за рахунок зниження ризику при збереженні дохідності портфеля. З цього й випливає основний принцип пошуку оптимального співвідношення ризику і доходу, прийнятного для інвестора.

На той час, коли була висунута ця теорія, основні зусилля керівників інвестиційних фондів спрямовувалися на відбір цінних паперів. Це означало, що дохідність портфеля базувалася на кращому цінному папері. Ризик як чинник визначення надійності портфеля не відігравав особливо важливої ролі в процесі прийняття рішень. Тому значний внесок сучасної теорії портфеля в розвиток інститутів спільного інвестування полягав у доведенні, що ризик – це один з найважливіших параметрів інвестиційного процесу, який разом з дохідністю визначає поведінку раціонального інвестора.

Усвідомлення і визнання ризику як одного з параметрів вибору дало можливість колективним інвесторам вийти на якісно новий рівень. Інвестори отримали дуже ефективний критерій відбору фінансових продуктів галузі спільного інвестування. Спираючись на цю теорію, можна усвідомлено формувати фінансові продукти, що задовольнятимуть різноманітні ризикові уподобання потенційних інвесторів.

Цінність "портфельної теорії" Марковітца значно підвищилася після появи в кінці 1950-х і початку 1960-х рр. наукових праць лауреата Нобелівської премії, американського економіста Д. Тобіна з аналогічної тематики. Тут слід відзначити деякі відмінності між підходами Марковітца і Тобіна. Підхід Марковітца лежить в руслі мікроекономічного аналізу, оскільки він акцентує увагу на поведінці окремого інвестора, що формує оптимальний, з його погляду, портфель на основі власної оцінки дохідності й ризику активів. До того ж спочатку модель Марковітца стосувалася в основному портфеля акцій, тобто ризикових активів. Тобін же пропонує включити в аналіз безризикові активи, наприклад державні облігації. У підході Тобіна

основною темою стає аналіз чинників, що примушують інвесторів формувати портфелі активів, а не тримати капітал в якій-небудь одній, наприклад готівково-грошовій, формі. Крім того, Тобін проаналізував адекватність кількісних характеристик активів і портфелів, що становили початкові дані в теорії Марковітца.

У першій половині 1960-х рр. сучасна теорія портфеля була допрацьована У. Шарпом (W. Sharp). Він розробив однофакторну модель ринку капіталів (Capital Asset Pricing Model – CAPM) [5]. До цієї моделі Шарп перейшов завдяки припущенню про існування безризикових активів, а також про те, що на конкурентному ринку (за відсутності трансакційних витрат) очікувана премія за ризик змінюється прямо пропорційно коефіцієнту бета. Таким чином, на основі однофакторної моделі Шарп запропонував спрощений метод вибору оптимального портфеля, який зводив завдання квадратичної оптимізації до лінійної. Таке спрощення зробило методи портфельної оптимізації застосовними на практиці, що також сприяло розвитку галузі спільного інвестування.

Наступним етапом розвитку теорії портфеля можна назвати науковий доробок М. Шоулса (M. Scholes) і Ф. Блека (F. Black) – динамічну теоретико-імовірнісну модель визначення цін опціонів, що базується на теорії випадкових процесів і отримав назву моделі Блека–Шоулса [6]. Ця модель грунтувалася на можливості здійснення безризикової операції з одночасним використанням акції та виписаним на неї опціоном. Вартість (ціна) такої операції має збігатися з вартістю безризикових активів на ринку, а оскільки ціна акції змінюється з часом, то й вартість опціону, що забезпечує безризикову операцію, також мусить відповідним чином змінюватися. З цих припущень можна отримати імовірнісну оцінку вартості опціону. Праці Блека і Шоулса, а також тісно пов'язані з ними дослідження Роберта Мертона відразу ж отримали широке визнання. Схеми розрахунків, наведені в цих працях, почали дуже швидко використовуватися на практиці. Така модель дозволила ефективніше використовувати при управлінні ризиками портфеля похідні фінансові інструменти.

У XX ст. зростання ролі фондового ринку в цілому та інститутів спільного інвестування зокрема зумовило появу і розвиток теорій, присвячених макроекономічним функціям фондового ринку та його інститутів. Тому третій напрям наукових засад спільного інвестування становлять теорії, що досліджують макроекономічні функції та роль інститутів спільного інвестування.

Побудова наукового базису спільного інвестування на основі теорії портфеля дала потужний імпульс розвитку інститутів спільного інвестування, що дозволило їм стати помітним явищем на фінансових ринках, здійснювати вплив на макроекономічні процеси. Активне використання цих інститутів приватними інвесторами для здійснення заощаджень, фінансовими інститутами для реалізації інвестиційних проектів стало характерною рисою розвинених фінансових ринків, починаючи з 1970-х рр. У свою чергу, становлення цих інститутів як одних з основних механізмів трансформації заощаджень в інвестиції зумовило вихід на перший план в рамках цих досліджень проблеми ефективності їх використання в ролі такого механізму.

У зарубіжній економічній літературі погляди на роль (функції) ринку цінних паперів достатньо близькі по суті. У найпростішому формулюванні функцією фондового ринку є зведення покупців і продавців цінних паперів. З іншого боку, основна функція фондового ринку полягає в забезпеченні ефективної трансформації заощаджень в інвестиції та ефективному перерозподілі капіталу. Інше уявлення виходить з того, що основною функцією фондового ринку в цілому є ефективне розміщення коштів, а фінансові посередники виконують п'ять завдань (формування ефективних портфелів, страхування макроекономічних ризиків, забезпечення кредитної експансії, забезпечення контролю, залучення інвестиційних ресурсів), серед них як основна виокремлюється функція забезпечення кредитної експансії [7].

Більшість макроекономічних теорій, що отримали розвиток у XX ст., розглядали наявність ефективних механізмів трансформації заощаджень в інвестиції як одну з найважливіших умов економічного зростання. При цьому роль фінансових посередників у рамках цих теорій полягала в ефективному виконанні даної функції.

Уперше теза про критично важливу роль фінансових посередників у макроекономічному розвитку висловив Й. Шумпетер у 1911 р. [8]. Він стверджував, що фінансова система активно стимулює впровадження інновацій і тим самим визначальним чином впливає на економічне зростання в довгостроковій перспективі. Фінансуючи найбільш ефективні виробництва та інвестиційні проекти, фінансова система забезпечує прискорення економічного зростання. Це положення підкреслює роль інститутів спільного інвестування, оскільки на сучасному фінансовому ринку саме інвестиційні фонди виконують функції розвитку й підтримки інновацій.

Надалі взаємозв'язок між рівнем розвитку фондового ринку, фінансових посередників і довгостроковим економічним розвитком неодноразово підкріплювався емпіричними дослідженнями. Першою в серії цих досліджень стала праця Р. Кінга і Р. Левіна 1993 р. [9], тези якої задали основний тренд дискусій про вплив фондового ринку на макроекономічний розвиток у подальші роки. Особливо активною ця дискусія стала після кризи 1997–1998 рр., тому період 1998–2003 рр. дозволив істотно просунутися в розумінні природи взаємозв'язку фондового ринку і макроекономіки.

Значний внесок до цих досліджень зробили фахівці Світового банку, які почали здійснювати міждержавні порівняння, що виявило специфіку впливу фондового ринку на макроекономіку в країнах з фінансовими ринками, що розвиваються.

Установлено, що існує стійкий взаємозв'язок між рівнем розвитку фінансових ринків і довгостроковими темпами економічного розвитку. Такий висновок зроблено на основі чіткої кореляції між індикаторами розвитку фінансових ринків та узагальнюючими характеристиками довгострокового розвитку національної економіки. У ролі індикаторів розвитку фінансових ринків використовувалися переважно такі показники, як співвідношення ліквідних (тобто залучених на фінансові ринки) зобов'язань і ВВП, співвідношення депозитів.

Підвищення ефективності виробництва через забезпечення перетікання капіталу і впровадження інновацій безпосередньо пов'язане з виконанням колективними інвесторами функції трансформації заощаджень в інвестиції. Основним чинником підвищення економічної ефективності виступає підвищення ефективності розподілу капіталу в рамках національної економіки. Саме цю функцію і виконують інститути спільного інвестування. Вони просувають технологічні інновації, забезпечуючи прискорення економічного розвитку, ефективно відбирають інвестиційні проекти. Крім цього, інститути спільного інвестування відіграють ключову роль у забезпеченні специфічних рис фондового ринку, що впливають на якість економічного зростання, таких як:

– здатність забезпечувати високу ліквідність фінансових активів;

– здатність диверсифікувати інвестиційні ризики.

Історичний досвід показує, що саме для досягнення цілей диверсифікації та підвищення ліквідності створювались перші інститути спільного інвестування в XVIII–XIX ст.

Забезпечення необхідного рівня ліквідності тих інструментів, які обертаються на фондовому ринку, означає потенційну можливість виконання цими інститутами їх основної функції трансформації заощаджень в інвестиції. Вища ліквідність активів, що забезпечується фондовим ринком та інститутами спільного інвестування, веде, з одного боку, до скорочення перешкод і ризику довгострокових інвестиційних проектів, а з іншого – стимулює використання населенням інструментів фондового ринку для здійснення заощаджень. Перше означає, що розвинена галузь спільних інвестицій завдяки високій ліквідності стимулює зрушення інвестицій на користь більш довгострокових проектів. Рентабельні інвестиційні проекти з використанням можливостей спільного інвестування стають кардинально менш обмеженими з погляду дюрації фінансових ресурсів. Друге формує внутрішню інвестиційну базу економічного зростання.

Забезпечення можливостей широкого розподілу ризику в національному, а потім і в міжнародному масштабі за рахунок використання інститутів спільного інвестування веде до зниження бар'єрів для інвестування у відносно ризикованіші (і, відповідно, прибутковіші) проекти. Тим самим ці інститути забезпечують зрушення інвестицій на користь більш прибуткових інвестиційних проектів, реалізація яких здатна забезпечити вищі темпи економічного зростання і продуктивності праці. Таким чином, розвиток галузі веде (завдяки зростанню ліквідності інвестицій і за рахунок використання механізму розподілу ризику) до зростання інвестицій у довгострокові проекти, охоплюючи проекти з найбільшим спектром ризику. Збільшення обсягів інвестицій, їх терміну і збагачення структури інвестиційних проектів веде до зростання продуктивності праці в реальному секторі, що є основою для зростання доходів від фінансових вкладень. Дохід на інвестиції зростає, і це стимулює збільшення норми заощаджень.

Фондовий ринок за рахунок розвиненої галузі спільного інвестування забезпечує скорочення недостатньо ефективних інвестицій, зокрема тих, що мають ліквідну форму, сприяє мобілізації заощаджень, покращує розподіл ризиків в економіці.

Швидке зростання галузі спільного інвестування в країнах з різним рівнем економічного розвитку впродовж останніх десятиліть обумовлює особливу роль спільних інвестицій на ринках капіталу. Розвиток галузі став далеко не останнім чинником економічного буму 1990-х.

Розвиток галузі спільного інвестування має важливе значення для економічного розвитку і модернізації фінансових ринків. Слід назвати позитивні наслідки розвитку ринку спільного інвестування:

– формування додаткового інвестиційного чинника економічного зростання за рахунок переорієнтації заощаджень населення в реальний сектор економіки;

– збільшення кризостійкості національного фінансового ринку;

– підвищення ємності національного фінансового ринку, поліпшення ряду якісних характеристик цього ринку (ліквідність, часовий горизонт інвестицій тощо), вдосконалення інфраструктури фінансового ринку.

Висновки. Отже, розвиток галузі спільного інвестування сприяє економічному зростанню, що ґрунтується на внутрішніх чинниках. Акумуляція вільних грошових коштів організацій і фізичних осіб та їх інвестування на організованих ринках капіталу за допомогою механізмів спільного інвестування сприяє збільшенню інвестицій в реальний сектор економіки. Схеми спільного інвестування якраз і є тим механізмом, який дозволяє спрямувати значну частину цих коштів на цілі економічного розвитку, забезпечити доступ до довгострокового капіталу суб'єктів господарювання.

Особливу роль у цих процесах нині відіграє той факт, що через інститути спільного інвестування перерозподіляється все більша частина національних заощаджень (принаймні в країнах з розвиненими фінансовими ринками).

Інвестуючи фінансові ресурси ефективніше, в макроекономічному плані фінансові посередники забезпечують оптимізацію розміщення капіталу і, відповідно, зростання суспільного (національного) багатства. Розвиток інститутів спільного інвестування відіграє ключову роль у розвитку ринків капіталу. Як

показує світовий досвід, прямим наслідком зростання галузі спільних інвестицій стають структурні зміни пропозиції капіталу в економіці, зростання попиту на фінансові інструменти довгострокового характеру. Дослідження демонструють тісний взаємозв'язок рівня розвитку ринку спільного інвестування і ємності національного фінансового ринку в цілому, і ринку капіталу зокрема.

Наведені особливості дозволяють говорити про існування залежності між рівнем, темпами розвитку галузі спільного інвестування і стійким економічним зростанням в країнах з різним рівнем економічного розвитку, що обумовлює необхідність аналізу розвитку інститутів спільного інвестування і їх впливу на економічне зростання в тих країнах, де обсяг активів галузі істотно зріс в абсолютному виразі і як частка у ВВП. Також важливим моментом є вивчення проблем тих країн, в яких зростання обсягів галузі виявилося найнижчим.

Залучення заощаджень населення на фондовий ринок на довгостроковій основі (у тому числі через інститути спільного інвестування) сприяє також істотному підвищенню стійкості ринку щодо потрясінь на світових фінансових ринках [10].

Стабільність ринку – необхідна макроекономічна характеристика ефективного ринку, вона означає, що він стійкий до зовнішніх і внутрішніх негативних впливів. Це особливо важливо, оскільки ґрунтовні дослідження в науковій літературі показують, що переважна частина негативних впливів породжується самим фондовим ринком.

Література

1. Fisher I. The Nature of Capital and Income / Fisher I. – New York : Macmillan, 1906.

2. Fisher I. The Theory of Interest: As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it / Fisher I. – New York : Kelley and Millman, 1930. – 1954 reprint.

3. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Мертон ; Академия народного хозяйства при Правительстве РФ ; А. М. Семенов (пер. с англ.). – 2-е изд. – М. : Дело, 2001. – 271 с.

4. Markovitz H. Portfolio selection / H. Markovitz // J. Finance. – 1952. – Vol. 7. – P. 77–91.

5. Шарп У. Инвестиции / Шарп У., Александер Р., Бейли Дж.; пер. с англ. – М. : Инфра-М, 1997.

6. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – № 3. – P. 637–654.

7. Ефективний ринок капіталу: економічний лібералізм і державне регулювання / за заг. ред. І. В. Костікова : у 2 т. – М. : Наука, 2004. – Т. 1. – С. 49.

8. Schumpeter J. The Theory of Economic Development / Schumpeter J. – Cambridge : Harvard University Press, 1911 ; Schumpeter J. Theotie der wirtschaftIichen entwicklung / Schumpeter J. – Leipzig : Dunker & HumbIot, 1912.

9. King R. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right / R. King, R. Levine // Quartely Journal of Economics. – 1993. – Vol. 108. – P. 717–737.

10. Dimitri Vittas. Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First? / Vittas Dimitri // Development Research Group. The World Bank, 1998 [Електронний ресур]. – Режим доступу : www.worldbank.org