

НАПРЯМКИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ПАЙОВИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ФОНДІВ

Статтю присвячено аналізу економічна природа інвестиційних фондів як емітентів цінних паперів які на сучасний момент стають усі більш привабливішими для широкого кола інвесторів у порівнянні з альтернативними фінансовими вкладеннями.

Підвищення ефективності функціонування пайових інвестиційних фондів вимагає розробки нових моделей, орієнтованих на біржові механізми дистрибуції і підтримки ліквідності інвестиційних паїв, які ними випускаються. Однієї з таких моделей є біржові індексні фонди, що можуть створюватися у вигляді пайових інвестиційних фондів.

Основна перевага біржових індексних фондів полягає в одночасному використанні переваг пасивного управління інвестиційними портфелями і вторинним обігом цінних паперів інвестиційних фондів на біржах.

Активи біржових індексних фондів формуються не в процесі реалізації активної інвестиційної стратегії управляючої компанії, а шляхом копіювання складу і структури одного з загальноприйнятих фондових індексів. Це дозволяє відмовитися від дорогих послуг спеціалізованих компаній по активному управлінню інвестиційними портфелями, обмеживши їх функціями по підтримці структури активів біржових індексних фондів у відповідності зі структурою базисного фондового індексу й у кілька разів зменшити витрати інвесторів біржових індексних фондів на управління його активами.

Іншою перевагою біржових індексних фондів є використання біржового механізму забезпечення ліквідності цінних паперів, що випускаються даними інвестиційними фондами. На відміну від традиційних відкритих пайових інвестиційних фондів, ліквідність яких

підтримується управляючими компаніями даних фондів і агентами по видачі, обміну і погашенню інвестиційних паїв, ліквідність біржових індексних фондів забезпечується в процесі вторинного обігу їх інвестиційних паїв на біржах. Технологія здійснення біржових угод з інвестиційними паями пайових інвестиційних фондів і розрахунків по них аналогічна процедурам, що діють при виконанні біржових угод з акціями й облігаціями.

Проте, на українському фондовому ринку створення біржових індексних фондів поки йде повільно, що свідчить про недооцінку переваг стратегій індексного інвестування і їхнього потенціалу для залучення довгострокових інвесторів.

За рівнем прибутковості пасивно-управляемі інвестиційні портфелі перевершують більшість активно-управляємих інвестиційних фондів при менших витратах інвесторів, про це свідчать емпіричні дані про американський фондовий ринок.

Однієї з перших робіт із порівняння прибутковості активно-керованих інвестиційних фондів у США з прибутковістю індексу S&P500 було дослідження М. Іенсена [1]. Він зіставив прибутковість 115 інвестиційних фондів США протягом 1955-1964 р., розраховану з урахуванням надбавок і знижок до вартості акцій взаємних фондів, а також витрат по управлінню інвестиційними фондами, із прибутковістю вкладень в індекс S&P500. З 115 інвестиційних фондів у 89 випадках прибутковість інвестицій в інвестиційні фонди в середньому за рік протягом 10 років виявилася нижче середньоринкової, тобто обмірюваної по індексі S&P500. Після цього М.Іенсен розрахував прибутковість 115 інвестиційних фондів без обліку надбавок і знижок, оплачуваних інвестором при вході і виході з інвестиційних фондів. Виявилося, що середньорічна прибутковість 72 з 115 інвестиційних фондів була нижче середньоринкової. Далі М.Іенсен визначив середньорічну прибутковість інвестицій в інвестиційні фонди без обліку яких-небудь витрат. Виявилося, що 58 з 115 інвестиційних фондів уступили

средньоринковому показникові прибутковості. Усе це свідчило про те, що професійні управляючі не можуть одержувати додаткову прибутковість від інвестицій, що перевищує середньоринкову прибутковість.

За даними, що приводяться у книзі «Випадкові блукання по Уолл-Стріт» протягом 20-літнього періоду, який закінчується 31 грудня 2001 р., середній активно-управляємий інвестиційний фонд акцій високо капіталізованих компаній щорічно одержував прибутковість майже на 2 процентних пункту нижче, ніж прибутковість інвестицій в індекс найбільш капіталізованих американських компаній Standard & Poor's 500.

Цікаві результати Б. Малкієла [2] по зіставленню прибутковості 20 кращих фондів акцій за підсумками 1970-х рр. із прибутковістю цих інвестиційних фондів у 1980-х рр., а також прибутковості кращих інвестиційних фондів за підсумками 1980-х рр. із прибутковістю цих фондів у наступному десятилітті. Результати цих досліджень приводяться в табл.1

Табл. 1

Аналіз прибутковості кращих по прибутковості взаємних фондів акцій на американському фондовому ринку в 1970-2000 р.

	Середньорічна прибутковість (в%)		
	1970 - 1980 рр.	1980- 1990 рр.	1990- 2000 рр.
Кращі по прибутковості інвестиційні фонди за підсумками 1970-х рр.	+19,0	+11,1	
Кращі по прибутковості інвестиційні фонди за підсумками 1970-х рр.	+10,4	+11,7	
Кращі по прибутковості інвестиційні фонди за підсумками 1970-х рр.		+18,0	+13,7
Кращі по прибутковості інвестиційні фонди за підсумками 1970-х рр.		+14,1	+14,9

Більшість взаємних фондів акцій, що досягали більш високої прибутковості протягом десятиліття, у наступному десятилітті різко погіршували свої показники. Кращі в 1970-х рр. по прибутковості 20 інвестиційних фондів акцій у середньому за рік одержували

прибутковість 19,0% у той час як середня прибутковість по усіх взаємних фондів акцій складала усього 10,4%. Однак у наступному десятилітті показники більшості фондів погіршилися, і вони поступилися першістю новим лідерам. Середньорічна прибутковість цих взаємних фондів складала усього 11,1%, що нижче середньої прибутковості інвестицій по усіх взаємних фондах акцій (11,7%). Аналогічна тенденція зафіксована по 20 кращим по прибутковості в 1980-х рр. взаємним фондам акцій, середньорічна прибутковість яких за ці роки складала 18,0%, що майже на 4 процентних пункти вище прибутковості інвестицій в індекс S&P500. Однак у 1990-2000 р. ситуація з прибутковістю по тим же інвестиційним фондам різко змінилася. Середня прибутковість по них знизилася до 13,7% річних, у той час як прибутковість інвестицій в індекс S&P500 у середньому за рік протягом зазначеного десятиліття складала 14,9%, що на 1,2 процентних пункти вище середньої прибутковості по колишніх інвестиційних фондах-лідерах.

Доказом нездатності управляючих компаній інвестиційними фондами переграти ринок є дані що приводяться Малкієлом про прибутковість взаємних фондів акцій і росту фондових індексів.

За підсумками за рік, 3 роки, 5 і 10 років близько 60-70% взаємних фондів приносять інвесторам доходи нижче рівня прибутковості від інвестування в індекс S&P 500, що включає у свою базу 500 акцій найбільш капіталізованих американських компаній, а також у фондовий індекс Wilshire 5000, що складається з 5000 акцій компаній, допущених до обігу на фондових біржах США.

Приведені вище емпіричні дані, які показують, що більшість активно-управляємих інвестиційних портфелів, незважаючи на професіоналізм управляючих компаній, програють прибутковості фондових індексів, і жодному з інвестиційних фондів, як правило, не вдається протриматися в

лідерах по прибутковості протягом декількох років, поки не одержали однозначного пояснення.

На нашу думку, виявлені закономірності поведження прибутковості інвестиційних фондів і індексів свідчать про ефективність розглянутих фондових ринків і можуть бути пояснені на основі положень *теорії ефективного ринку* (TEP) [3].

У класичному виді TEP була сформульована Е. Фама і зводиться до ствердження, що *«ринок, на якому ціни завжди цілком відображають доступну інформацію, називається ефективним»* [4]. Е.Фама також були сформульовані і практично обґрунтовані критерії слабкої, середньої і сильної форм ефективності ринку.

Автори TEP стверджували, що «поточні ринкові ціни не обов'язково відповідають внутрішнім (intrinsic) вартостям. Так невизначеність або розбіжність думок щодо внутрішньої ринкової вартості трактується як «шум» на ринку» [4]. Однак ринок має властивість самонастроювання. Насамперед, формуванню ефективного ринку сприяє наявність раціонального інвестора, здатного об'єктивно оцінити вартість цінних паперів. Справитися з даною проблемою раціональному інвесторові допомагає по-перше забезпечення прозорості інформації про цінні папери й усунення штучних інформаційних аномалій (наприклад, монополії окремих осіб на ту або іншу не публічну інформацію про цінні папери).

По-друге, при формуванні цін цінних паперів аномальне поведження одних інвесторів, як правило, нейтралізується аномальним поведженням інших учасників ринку. І, нарешті, значну роль в усуненні невиправданих відхилень вартості цінних паперів від їх внутрішньої фундаментальної вартості повині грати особи, які здійснюють арбітражні угоди.

На ефективному фондовому ринку діють правила справедливої гри, учасники якої поза залежності від ступеня спокуси їх знань про фондовий ринок мають рівні шанси на виграш (або програш).

На ефективному фондовому ринку, до якого прагне український фондовий ринок, неминуче підвищується привабливість стратегій пасивно-управляемого, індексного інвестування.

На нашу думку, розбіжності між біржовими цінами і розрахунковою вартістю цінних паперів інвестиційних фондів пояснюється порушеннями ефективності ринку цінних паперів, коли вартість цінних паперів самих інвестиційних фондів не в повній мірі або неправильно відбивають інформацію про ринкову вартість активів інвестиційних фондів. Дисконти і премії стають істотними тоді, коли біржовий ринок цінних паперів зазначених інвестиційних фондів не надає його учасникам можливості здійснення арбітражних угод з цінними паперами й активами інвестиційних фондів [5]. Це підтверджує досвід американського біржового ринку, на якому акції закритих інвестиційних фондів, що не застосовують арбітраж по угодах з активами інвестиційних фондів і його цінними паперами, звертаються з суттєвими дисконтами і преміями, а цінні папери біржових індексних фондів, що дозволяють такий арбітраж, практично не мають дисконтів і премій від їхньої розрахункової вартості. Відсутність зазначеного арбітражу і низька ліквідність вторинного ринку інвестиційних паїв є основними причинами великих премій і дисконтів по інвестиційним паям.

Рішення проблеми дисконтів і премій до розрахункової вартості інвестиційних паїв біржових індексних фондів на фондовому ринку, який розвивається, може забезпечуватися за умови застосування одного з наступних механізмів:

- створення біржових індексних фондів у вигляді відкритих пайових інвестиційних фондів або інтервальних пайових інвестиційних фондів з інтервалами, що відкриваються щомісяця, які передбачають здійснення поряд з біржовими угодами з інвестиційними паями на вторинному ринку угод по придбанню і погашенню даних інвестиційних паїв на їхньому первинному ринку;

- створення відкритих індексних пайових інвестиційних фондів , інвестиційні паї яких не звертаються на вторинному ринку.

В обох з перерахованих моделях первинний ринок інвестиційних паїв індексних пайових інвестиційних фондів може активно використовувати біржову інфраструктуру при видачі і погашенні інвестиційних паїв пайових інвестиційних фондів.

Література:

1. Jensen M.C. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 //Journal of Finance.- 1968.- Vol.23.- Issue 2.- P.389-416.
2. Malkiel B.G. Passive Investment Strategies and Efficient Markets //European Financial Management- 2003.- Vol.9.- №1.- P.1-10
3. Петере Э.Э. Хаос і порядок на ринках капіталу. Новий аналітичний погляд на цикли, ціни і мінливість ринку /Пер. с англ.- М.: Світ, 2000. -333с.
4. Fama E.F. Foundations of Finance.- New York: Basic Books, Inc., Publishers, 1976.- 395 p.
5. Shleifer A. Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance.- London: Oxford University Press, 2000.- 216 p.