

О. В. Щербина,

к. е. н., доцент кафедри фінансів та кредиту, ПВНЗ "Міжнародний університет фінансів"

О. М. Михайлик,

к. е. н., доцент кафедри фінансів та кредиту, ПВНЗ "Міжнародний університет фінансів"

МОДЕЛІ РОЗВИТКУ РИНКІВ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

O. Shcherbyna,

Candidate of Economics (Ph.D.), Associate Professor
of the department of Finance and Credit, "International University of Finance"

O. Mykhailik,

Candidate of Economics (Ph.D.), Associate Professor
of the department of Finance and Credit, "International University of Finance"

MODELS OF MARKET DEVELOPMENT OF COLLECTIVE INVESTMENT INSTITUTIONS

У статті, на основі узагальнення зарубіжного досвіду розвитку ринків інститутів спільного інвестування, виявлено способи появи інвестиційних фондів на національних ринках (еволюційний розвиток та імпорт інститутів спільного інвестування). В якості критерію типологізації моделей формування інститутів спільного інвестування було обрано рівень розвитку формальної (сформованість законодавчо-нормативної бази, наявність органів державного регулювання, розвинута система інфраструктурних учасників) і неформальної (сукупність традицій, правил, пов'язаних з інвестуванням на фінансових ринках; наявність органів саморегулювання фінансових інститутів) складових інституційної структури ринків інститутів спільного інвестування як сегмента фінансового посередництва. Визначено типи моделей розвитку ринків інвестиційних фондів (моделі зрілого розвитку, недостатнього розвитку формальної складової, недостатнього розвитку неформальної складової та модель відсутності (слабкого розвитку) інституційної структури інститутів спільного інвестування), які можуть характеризувати специфіку функціонування даного сегмента фінансового посередництва в різних країнах на різних етапах розвитку фінансових ринків.

The article is based on a synthesis of international experience of market collective investment institutions, the ways of emergence of investment funds in national markets is discovered (evolution and import of collective investment institutions). As a rule of models typologization of forming collective investment institutions have been chosen the level of formal development (formation of the legal and normative base, the presence of regulatory agencies, developed infrastructure system participants) and informal (set of traditions and rules associated with investing in the financial markets, the presence of self-regulation of financial institutions) components of the institutional structure of markets collective investment institutions as financial intermediation. In the article is detected the types of models market development of investment funds (mature model of development, low level of formal component, low level of informal component and model of absence (underdevelopment) institutional structure of collective investment institutions that can characterize the specific operation of this segment of financial intermediation in different countries at different stages of development financial markets.

Ключові слова: інститути спільного інвестування, інвестиційні фонди, моделі розвитку інституційної структури, формальні і неформальні складові інституційної структури.

Key words: collective investment institutions, investment funds, models of institutional structure, formal and informal components of the institutional structure.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Досвід розвитку ринків інвестиційних фондів різних країн є найважливішим матеріалом для вивчення існуючих сучасних моделей ринків інститутів спільного інвестування.

В якості критерію типологізації моделей формування інститутів спільного інвестування (ICI) ми вибрали якісний параметр — рівень розвитку інституційної структури ICI як сегмента фінансового посередництва. Застосований підхід до типологізації моделей розвитку вико-

ривує інструментарій нової інституціональної економіки (засновник теорії — Д. Норт [6]), відповідно до якої інституційна структура ринку ІСІ, як і будь-яка інституційна структура, складається з формальної і неформальної складових. До основних формальних складових ми віднесем: 1) сформованість законодавчо-нормативної бази, яка регулює діяльність ІСІ; 2) наявність органів державного регулювання, які здійснюють контроль за діяльністю фінансових інститутів, задіяних в організації забезпечення діяльності ІСІ; 3) розвинуту систему інфраструктурних учасників. Основними неформальними складовими є: 1) сукупність традицій, неписаних законів, правил, пов'язаних з інвестуванням на фінансових ринках і, зокрема, в інвестиційні фонди, які застосовуються на практиці, але не закріплені юридично; 2) наявність органів саморегулювання фінансових інститутів, задіяних у організації функціонування ІСІ.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

У світовій теорії та практиці проблемам функціонування інститутів спільного інвестування приділяється достатня увага. Серед зарубіжних вчених на особливу увагу заслуговують праці А. Дамодарана, У. Баффета, Б. Грехема, Ф. Фабоцці, У. Шарпа, Харченко Л. П. [9] та ін. Протягом останніх років проблеми розвитку інститутів спільного інвестування стали об'єктом дослідження багатьох українських вчених, серед яких необхідно назвати роботи В. Базилевича, І. Бланка, Д. Леонова, І. Лютого, С. Науменкової, Т. Смовженко, В. Шелудько та інших.

Відаючи належне науковим розробкам, слід зауважити, що методологія аналізу інституційних змін, відносно дослідження розвитку ІСІ, вітчизняними вченими не розглядалася.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою даного дослідження є виявлення тенденцій розвитку національних ринків ІСІ та способів їх організації для обґрунтування типів моделей інституційної структури ІСІ.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Спеціалізовані фінансові установи, що управляють активами багатьох дрібних інвесторів, існують у більшості країн у різних формах. Головною метою створення та діяльності інститутів спільного інвестування є регулювання відповідних відносин та забезпечення гарантій прав власності на цінні папери і захист прав учасників фондового ринку.

Діяльність інвестиційних фондів сприяє мобілізації та ефективному використанню нагромаджень населення і корпорацій шляхом залучення їх до інвестиційного процесу та розвитку економіки. Чим вищий рівень розвитку ринку цінних паперів, тим активніше розвиваються інститути спільного інвестування. Найбільшого розвитку вони набули в промислово розвинених країнах — США, Великій Британії, Канаді, Німеччині, Японії [5, с. 311].

Інститути спільного інвестування в країнах Західної Європи та США пройшли еволюційний розвиток. На етапі зародження перших інвестиційних фондів у цих країнах спостерігається першочергове формування неформальної складової інституційної структури.

Досвід становлення та розвитку фондового ринку й діючих на ньому ІСІ у США свідчить, що державне регу-

лювання ринку та спеціальне законодавство виникли не одразу. У 20-х роках ХХ століття економіка США характеризувалася високим темпом зростання після Першої світової війни. В результаті з найбільшої країни-боржника США перетворилися на одного з найбільших кредиторів. Високий рівень розвитку ринку цінних паперів, наявність коштів у населення поступово формували розвиток інвестиційної культури населення. У 1924 р. у Бостоні була створена перша інвестиційна компанія відкритого типу (взаємний фонд) в Америці, і інвестори отримали можливість вийти з фонду на першу вимогу. Саме в цей період відбувається поява нормативних вимог до інвестиційних фондів на рівні окремих штатів стосовно обов'язку: 1) мати статут або декларацію трасту; 2) повідомлення про забезпечення зобов'язань з боку двох або більше піклувальників; 3) емісії цінних паперів пропорційно обсягу інвестицій; 4) закріплення порядку розподілу прибутку і порядку ліквідації фонду. В підсумку відбулося формування внутрішньої нормативної бази управління інвестиційними фондами, нормативної бази на рівні окремих штатів, зростання числа інвестиційних фондів і залучення широкого кола інвесторів, що дозволило США вийти на лідируючі позиції по розвитку інвестиційних фондів в світі. Проте розвиткові цих установ завадила Велика депресія 1929—1933 р.

Закони про державне регулювання фондового ринку, а потім і про діяльність ІСІ були прийняті Конгресом США у порядку реагування на відповідні зміни, що зумовили економічну кризу. Загальновідомо, що ця криза була обумовлена насамперед непропорційними циклічного розвитку ринкової економіки. Разом із цим, настання кризи вплинули і причини правового характеру, оскільки було відсутнє федеральне законодавство, що регулювало фондовий ринок, діяльність ІСІ та інших його учасників. За відсутності даного законодавства на фондовому ринку та в діяльності його учасників вчинялись масові зловживання, жертвами яких ставали інвестори, а потім усе це вилилось у найжорсткішу економічну кризу.

У 1933 р. Конгрес США у порядку реагування на події, що відбулися, прийняв Закон про цінні папери, який став першим із шести законодавчих актів, що одержали потім назву "Федеральне законодавство про цінні папери". За оцінками дослідників прийняті закони втілювали в життя позицію президента США Ф. Д. Рузвельта і його команди "з відновлювання старомодних принципів справедливості і чесності на ринку цінних паперів" та повернення довіри інвесторів до цінних паперів, яке було втрачено під час економічної кризи 1929—1933 років [8, с. 13, 14].

Важливою новелою вищевказаного закону є утворення спеціалізованого федерального регулюючого органу — Комісії з цінних паперів і фондових бірж. У літературі відзначають, що цей регулюючий орган зумів швидко стати авторитетною інстанцією, взявши на себе одночасно функції не тільки поліцейського, але і покровителя ринку цінних паперів. Результатом зусиль Комісії стало те, що більшість махінацій на фондовому ринку почали припинятися вже на початковому етапі. Це обумовило помітну стабілізацію ситуації, забезпечило внутрішній спокій інвесторів та професійних учасників ринку [8, с. 5].

Федеральне законодавство про цінні папери США становить собою шість основних актів, прийнятих у період 1933—1940 років, які надалі систематично доповнювались та змінювались. Це вже згадуваний Закон про

цінні папери (1933 р.); Закон про торгівлю цінними паперами (1934 р.); Закон про холдингові компанії у комунальному господарстві (1935 р.); Закон про контракти між утримувачами акцій та компаніями-емітентами (1939 р.); Закон про інвестиційні компанії (1940 р.); Закон про надання консультацій з інвестування (1940 р.).

Таким чином, тільки через більш як 100 років після виникнення у США перших ІСІ було прийнято федеральне законодавство, що регулювало їх діяльність, тобто традиції спільного інвестування, які формувалися та накопичувалися тривалий час, були втілені у федеральні закони.

Проведений аналіз дозволив нам структурувати найбільш значущі, з нашої точки зору, фактори розвитку ІСІ в США після 80-х років ХХ ст., у результаті дії яких була сформована модель зрілого розвитку інституційної структури ІСІ:

— законодавство в області управління інвестиційними фондами вдосконалювалося з урахуванням шокових впливів фінансових криз. Інституційна основа розвитку ІСІ доповнювалася заходами, спрямованими на збереження фінансової стабільності в масштабах світової фінансової архітектури;

— відсутність обмежень на максимальну прибутковість (на відміну від банків) в умовах підйому фондового ринку, яке тривало протягом майже двох десятиліть (80—90 рр. ХХ ст.). Це спонукало до суттєвої активізації попиту на акції інвестиційних фондів; підвищення схильності до ризику (за відсутності гарантії отримання дохідності) при здійсненні фінансових вкладень в основної маси населення;

— перехід до накопичувальних пенсійних схем, накопичувальних схем оплати освіти в коледжах і університетах, що дозволило акумулювати значні обсяги інвестиційних ресурсів;

— поява фінансових супермаркетів для населення, які дозволили пришвидшити та полегшити надання споживачам доступу до широкого спектру фінансових послуг;

— повна автоматизація послуг з проведення розрахунків з цінними паперами інвестиційних фондів і відповідним переміщенням грошових коштів, також дозволила масово залучити населення до процесів інвестування і ввести в дію централізовану систему обліку інфраструктури;

— інновації у сфері управління інвестиційними фондами (індексне інвестування, деривативи та ін.) дозволили розширити коло активів ІСІ; розвиток страхування в області управління інвестиційними фондами дозволив підвищити якість управління активами інвестиційних фондів.

У загальному підсумку відбулося зростання активів в абсолютному виразі і по відношенню до інших груп фінансових посередників, зростання частки інвестиційних фондів у статутних капіталах найбільших компаній, цінні папери яких котируються на фондовому ринку, збільшення ваги інструментів інвестиційних фондів у фінансових активах населення.

У результаті, обидві — і формальна, і неформальна — складові інституційної структури ІСІ в США склалися в результаті взаємодії процесів розвитку ринків цінних паперів, інвестиційної культури населення, формування законодавства у сфері фінансових ринків, в тому числі щодо захисту прав інвесторів.

Крім США, до моделі з розвинутою інституційною структурою сегмента фінансового посередництва,

в тому числі ІСІ, можна віднести моделі Франції, Великобританії, Люксембургу, Ірландії та ряду інших країн Європи, а також країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону — Японії, Сінгапуру, Китаю, Малайзії, Південної Кореї.

Фактори, покладені в основу формування моделі розвитку ІСІ перерахованих європейських країн у ХVIII—ХІХ ст., багато в чому схожі з факторами розвитку моделі США:

— колонізація і зміцнення становища буржуазії сприяли прискореному зростанню національного багатства — в руках буржуазії стали концентруватися великі обсяги капіталу. В результаті в цих країнах сформувалося коло клієнтів інвестиційних компаній, здатних інвестувати тимчасово вільні грошові кошти;

— поява перших інвестиційних компаній (близьких аналогів інвестиційних фондів) дозволила дрібним інвесторам отримати інструменти для диверсифікації ризиків;

— поряд з компаніями, створеними для вузького кола інвесторів з спільними інтересами, з'явилися інвестиційні компанії для сторонніх інвесторів;

— залучення інвесторів до інвестиційних фондів викликало необхідність формування внутрішньої нормативної бази інвестиційних компаній.

Істотний вплив на розвиток ІСІ в європейських країнах у ХХ ст., по-перше, надала друга світова війна, відкинувши назад розвиток фінансових ринків. По-друге, величезний вплив мають інтеграційні процеси.

Описуючи формальну складову інституційної структури ІСІ, потрібно акцентувати увагу на тому, що в країнах Європи нормативно-правове забезпечення набуло характер наднаціонального: законодавства країн ЄС уніфікується в цілях відповідності прийнятим загальноєвропейським директивам. Європейська нормативна база щодо інвестиційних фондів зараз зазнає мабуть найбільш серйозної реструктуризації за всю свою історію у зв'язку із національним впровадженням країнами ЄС Директиви про менеджмент альтернативних інвестиційних фондів (AIFMD) та численних змін та доповнень до Директиви про організацію колективного інвестування у оборотні цінні папери (UCITS) [1, с. 76]. Однак це зауваження не впливає на ідентифікацію ринків ІСІ цих країн як моделей з розвинутою інституційною структурою.

Наводячи в приклад країни Азіатсько-Тихоокеанського регіону, зауважимо, що моделі з розвинутою інституційною структурою ІСІ розвинулися з моделей більш низького порядку: інститути спільного інвестування були впроваджені у фінансові системи цих країн у різні роки в кінці минулого століття. У 2003—2004 рр. у ряді країн Азії відбулося масштабне реформування сектора фінансового посередництва, в тому числі і ІСІ, в напрямі його лібералізації, що вплинуло на розвиток неформальних інститутів ринку: підвищення репутації ІСІ, зростання довіри до даного типу фінансових інститутів. У свою чергу, це сприяло помітному зростанню сукупних активів інвестиційних фондів у цих країнах.

Наступні моделі інституційної структури ІСІ поширені серед країн, що здійснили імпорт інвестиційних фондів у фінансові системи своїх країн (Україна, Російська Федерація, Казахстан у 1991—1999 рр.). Фінансовий ринок цих країн почав розвиватися після розпаду СРСР та набуттям країнами незалежності у 1991 р. і, на початковому етапі, спостерігалася відсутність інституційної структури ІСІ.

Фактори, що сформували модель розвитку ІСІ в цей період були наступні:

— дані країни входили до складу СРСР, де протягом декількох десятиліть був відсутній ринок цінних паперів. Внаслідок цього спостерігаються: відсутність у населення інвестиційної культури, труднощі при освоєнні правил інвестування, коли ризики інвестування несе інвестор, немає гарантій держави щодо фінансових результатів інвестування;

— низький рівень довіри населення до фінансових ринків. Інвестиційні компанії і фонди займають незначне місце в структурі інвестиційного посередництва, а цінні папери інвестиційних фондів — в структурі збереження населення, інвестиційні фонди відіграють незначну роль на ринках цінних паперів і в економіці в цілому.

Прикладом існування інвестиційних фондів за відсутності (слабкому розвитку) інституційної структури можуть служити українські інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, які були створені у 1992 р. Саме в цей час в Україні було відновлено обіг комерційних цінних паперів (векселів). Однак, з огляду на вузькість національного ринку, протягом 1990—1994 рр. функціонувало менше десяти таких фінансових інститутів. Спеціального законодавчого регулювання їх діяльності в Україні не було. Переламним моментом в історії індустрії інвестиційних фондів в Україні став 1994 рік, в якому відбулися дві системоутворюючі для ринку цінних паперів події: по-перше, держава запропонувала на ринок ОВДП; по-друге в Україні розпочалася масова приватизація підприємств державного сектору з використанням механізму їх акціонування та подальшого аукціонного продажу громадянам в обмін на видані їм державою приватизаційні папери. Загальнодержавний характер процесу приватизації та неготовність більшості громадян приймати необгрунтовані інвестиційні рішення спонукали державу до залучення у цей процес фінансових інститутів в якості посередників між державою і громадянами при придбанні акцій колишніх державних підприємств. Одним з видів фінансових установ, які були допущені до обслуговування інвестиційних операцій громадян, стали інвестиційні фонди. Це спричинило необхідність правового впорядкування їх діяльності та запровадження системи державного нагляду та контролю за нею. В 1994 р. був прийнятий Указ Президента України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", яким було затверджено "Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії". Це Положення стало першим актом законодавства України в сфері діяльності ІСІ. Державний нагляд за діяльністю цих інститутів здійснювали Міністерство фінансів (яке згодом, у 1996 р., передало цю функцію новоствореній Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку), Фонд державного майна України (в частині здійснення операцій інвестиційного фонду з приватизаційними цінними паперами) та Антимонопольний комітет України (в частині контролю за економічною концентрацією через інвестиції фондів) [1, с. 77].

У 1999 р. майже одночасно із кризою на світових фінансових ринках в Україні завершується масова приватизація. Це призвело до колапсу в діяльності інвестиційних фондів, які сформували свої портфелі з акцій приватизованих підприємств, але не мали можливості активно ними керувати через неліквідність фінансового ринку. Це вимагало модернізації законодавства щодо діяльності інвестиційних фондів та його переорієнтації на роботу фондів із грошовими ресурсами замість привати-

заційних цінних паперів громадян. Робота над новим Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)", розпочата ще у 1996 р., тривала до його прийняття в 2001 р. [1, с. 78].

Найбільшої активності діяльність інвестиційних фондів за законом 2001 р. набула після закінчення перехідного періоду у 2004 р. та тривала до початку 2009 р., коли активне зростання фондів було перервано світовою фінансовою кризою, яка дала сигнал до запровадження більш гнучкого регулювання інвестиційної діяльності фондів з метою провадження антикризових інвестиційних стратегій. Тому найбільш суттєвих змін законодавство в цій сфері зазнало наприкінці 2012 р. з прийняттям Закону України "Про інститути спільного інвестування" (набув чинності у 2014 р.). Цьому передувала не тільки систематизація практики функціонування фондів за попередні роки [2] та нестабільність ринку кооперативних цінних паперів, але й ґрунтоване вивчення досвіду ЄС у розвитку регулювання діяльності інвестиційних фондів [4]. Відповідно до прийнятого Закону, державне регулювання у сфері спільного інвестування покладається на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Та особливість, що в Україні за прикладом США основним регулятором на фондовому ринку є небанківський орган, зумовлена тим, що в Україні формування фінансового ринку багато в чому обумовлюється джерелами допомоги та діяльністю груп технологічної допомоги, яка надавалася різними західними країнами: USAID — США, UEPLAC — Німеччина, а формування депозитарної системи здійснювалося за допомогою Франції [7, с. 157].

На сьогоднішньому етапі в країні сформувалася модель недостатнього розвитку неформальної складової інституційної структури ІСІ, яка поширена серед країн, що здійснили імпорт ІСІ у фінансові системи своїх країн. Труднощі полягають у повільному формуванні неформальної складової інституційної структури ІСІ. Ці труднощі цілком об'єктивні, оскільки потрібна значна кількість часу, щоб нові фінансові інститути отримали відповідну репутацію, склалося покоління фінансово грамотних людей, а в суспільстві сформувався достатній рівень довіри до фінансових ринків. Регуляторами фінансових ринків і професійним співтовариством у сфері фінансових ринків робляться кроки в напрямі формування в таких країнах умов для залучення широкого шару інвесторів в інвестиційні фонди. Законодавство, яке регламентує розвиток інвестиційних фондів, розроблено відповідно до стандартів світової практики розвитку ринків цінних паперів, колективного інвестування, що має місце в США і країнах Європейського Союзу.

Отже, в результаті проведеного дослідження нами було виявлено чотири моделі розвитку ринків ІСІ:

— модель зрілого розвитку інституційної структури ринку ІСІ: обидві — і формальна, і неформальна — складові інституційної структури ІСІ сформовані в результаті взаємодії процесів розвитку ринків цінних паперів, інвестиційної культури населення, формування законодавства, зміцнення довіри до інвестиційних фондів в силу їх високої репутації, яка базується на жорстко регламентній нормативно-правовій базі (прикладом може слугувати ринок ІСІ США з 80-х років ХХ в. до теперішнього часу);

— модель недостатнього розвитку формальної складової інституційної структури ІСІ. Дана модель характерна для етапу еволюційного розвитку інвестиційних фондів Великобританії, Франції, Данії, Голландії в ХVIII—

XIX ст. та США у 20-і рр. XX ст.;

— модель недостатнього розвитку неформальної складової інституційної структури ІСІ. Поширена серед країн, що здійснили імпорт ІСІ у фінансові системи своїх країн (Російська Федерація, Україна, Казахстан з кінця XX ст. по теперішній час);

— модель відсутності (слабкого розвитку) інституційної структури ІСІ. Має місце на першопочатковому етапі становлення ІСІ (Російська Федерація, Україна, Казахстан у 1991—1999 рр.).

Розвиток ІСІ здійснюється в напрямку скорочення розриву між рівнем розвитку формальної та неформальної складових його інституційної структури.

ВИСНОВКИ

Вивчення історії розвитку та становлення інвестиційних фондів в США, ЄС, країнах Азії та Східної Європи дозволило нам ідентифікувати два шляхи зародження інвестиційних фондів у кожній конкретній країні. Перший спосіб — еволюційний, коли в результаті історичного розвитку підприємці інтуїтивно знаходили відповідні організаційно-правові форми спільного інвестування, які давали їм низку переваг, недосяжних для індивідуального дрібного інвестора. Так з'являлися прообрази майбутніх інвестиційних фондів. Поступово здійснювався процес інституціоналізації колективного інвестування: складався прошарок професіоналів, обов'язком яких було управління об'єднаним майном пулу інвесторів. З'явився клас інвесторів, які навчалися інвестувати на ринку цінних паперів, і, накопичуючи досвід роботи на ньому, сприяли формуванню правил, пов'язаних з колективним інвестуванням за допомогою інвестиційних фондів. Згодом ці правила закріплювалися законодавчо. Протягом десятиліть формувалася законодавча основа функціонування ІСІ. Перший спосіб зародження інвестиційних фондів, пошуку їх найбільш актуальних форм характерний для США і низки країн Європи.

Інший спосіб появи інвестиційних фондів — в країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону, Східної Європи, в тому числі в Україні, — це імпорт інститутів спільного інвестування. Разом з новим набором правил інвестування, що відрізняється від правил інвестування в традиційні для населення банківські депозити, у фінансові системи країн було імплантовано законодавство, що містить в собі кращі стандарти спільного інвестування, відпрацьованого протягом десятиліть у країнах, де даний вид фінансового посередництва виник еволюційно. В результаті, в ряді країн протягом короткого періоду часу з'явилися інвестиційні фонди, як форми колективного інвестування.

Подібне спостереження дозволило нам виділити типи моделей розвитку ІСІ, які можуть характеризувати розвиток цього сегмента фінансового посередництва в різних країнах на різних етапах розвитку їх фінансових ринків.

Література:

1. Армін Дж.К. Компаративний аналіз парадигми регулювання діяльності інвестиційних фондів в Україні та ЄС / Дж.К. Армін, Д. Леонов // Ринок цінних паперів України. — 2012. — № 12. — С. 75—90.

2. Діяльність з управління активами інституційних інвесторів (запитання та відповіді): навчальний посібник / Під ред. Зверькова М.І. — Одеса: Фаворит, 2009. — 318 с.

3. Желєзов О.Є. Роль державно-правового регулювання в становленні та розвитку інститутів спільного інвестування в Україні (історико-правовий аспект) / О.Є. Желєзов // Право і Безпека. — 2011. — № 3. — С. 29—35.

4. Леонов Д.А. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: монографія / Д.А. Леонов, С.В. Львовичкін, С.Г. Хоружий / За наук. ред. В.М. Федосова; Держ. вищ. навч. закл. "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана". — К.: УІРФР, 2008. — 848 с.

5. Науменкова С.В. Ринок фінансових послуг: навч. посібник / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко. — Київ: Знання, 2010. — 532 с.

6. Норт Д. Інституції, інституціональні зміни та функціонування економіки: Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — 198 с.

7. Поліухович В. І. Особливості використання світового досвіду у процесі формування моделі державного регулювання фондового ринку України // Приватне право і підприємництво. — К., 2011. — Вип. 10. — С. 156—159.

8. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование: научно-популярное издание / И.В. Галкин, А.В. Комов, Ю.С. Сизов [и др.]. — Москва: Экономика, 1998. — 222 с.

9. Харченко Л.П. Динамика інституціонального розвитку ринків інвестиційних фондів // Проблеми сучасної економіки. — № 3. — 2011. — С. 133—136.

References:

1. Armin, Dzh.K. and Leonov, D. (2012), "Comparativniy analysis of paradigm of adjusting of activity of investment funds in Ukraine and EU", Rynok tsinnykh paperyv Ukrainy, vol. 12, pp. 75—90.

2. Zvieriakov, M.I. (2009), Diiial'nist' z upravlinnia aktyvamy instytutsiinykh investoriv (zapytannia ta vidpovidy) [Asset management activities of institutional investors (questions and answers)], Favorit, Odesa, Ukraine.

3. Zheliezov, O.Ye. (2011), "The role of state and legal regulation in the establishment and development of joint investment in Ukraine (historical and legal aspect)", Pravo i Bezpeka, vol. 3, pp. 29—35.

4. Leonov, D.A. L'ovochkin, S.V. and Khoruzhyj, S.H. (2008), Rynok finansovykh posluh: paradyhma ievrointehratsii [Market of financial services: paradigm of eurointegration], UIRFR, Kyiv, Ukraine.

5. Naumenkova, S.V. and Mischenko, S.V. (2010), Rynok finansovykh posluh [Market of financial services], Znannia, Kyiv, Ukraine.

6. Nort, D. (2000), Instytutsii, instytutsional'ni zminy ta funktsionuvannia ekonomiky [Institutions, Institutional Change and Economic Performance], Osnovy, Kyiv, Ukraine.

7. Poliukhovych, V.I. (2011), "Features of the use of world experience are in the process of forming of model of government control of fund market of Ukraine", Pryvatne pravo i pidpriemnytstvo, vol. 10, pp. 156—159.

8. Galkin, I.V. Komov, A.V. and Sizov, Ju.S. (1998), Fondovye rynki SShA i Rossii: stanovlenie i regulirovanie [Fund markets of the USA and Russia: becoming and adjusting], Ekonomyka, Moskva, Rossiya.

9. Harchenko, L.P. (2011), "Dynamics of institutional'nogo development of markets of investment funds", Problemy sovremennoj jekonomiki, vol. 3, pp. 133—136. *Стаття надійшла до редакції 24.03.2015 р.*