

ИССЛЕДОВАНИЕ ПРИЧИННЫХ СВЯЗЕЙ В РАЗВИТИИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ И ФОНДОВОГО РЫНКА (НА ПРИМЕРЕ УКРАИНЫ)

В.Л. Пластун

СОСТОЯНИЕ ПРОБЛЕМЫ

Значение институциональных инвесторов¹ для мировой экономики является определяющим, учитывая суммарное количество активов, находящихся в распоряжении этих финансовых посредников. При этом такие институты почти сравнялись по уровню влияния на мировые финансовые рынки, ведь размеры их активов примерно одинаковые с некоторым преобладанием пенсионных фондов.

Институциональным инвесторам Украине присуща высокая динамичность показателей деятельности. Аналогичная ситуация наблюдается и на фондовом рынке Украины. Поэтому важным является поиск взаимосвязей в их развитии и взаимного влияния, а также, что более важно, нужно ли вообще государству способствовать развитию этих финансовых посредников в условиях слабого фондового рынка, что вполне отражает текущую ситуацию в Украине.

Важность фондового рынка для Украины подчеркивалась многими отечественными исследователями в последние годы (С. Ватаманюк, А. Корнейчук, В. Корнеев, Я. Зинченко, И. Школьник, А. Ковальчук). Существуют разработки отдельных зарубежных ученых как теоретического, так и практического характера, которые утверждают, что от развития институциональных инвесторов во многом зависит и развитие фондового рынка. В частности в исследовании Д. Виттаса подчеркнута, что институциональные инвесторы могут поддерживать развитие фондового рынка на его ранних стадиях, в то время как именно фондовый рынок влияет на развитие институциональных инвесторов на более поздних стадиях своей эволюции [5]. Это утверждение является важным для данного исследования, ведь украинский фондовый рынок находится на начальной стадии развития, поэтому можно не только проверить этот тезис, но и доказать, что институциональные инвесторы являются необходимой составляющей успешной эволюции фондового рынка Украины.

ЦЕЛЬ СТАТЬИ

Целью данной статьи является доказательство существования причинных связей в развитии институциональных инвесторов и фондового рынка Украины, а также отображение важности этих финансовых посредников для дальнейшей эволюции фондового рынка.

МЕТОДИКА ПРОВЕДЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Методология исследования причинных связей развития институциональных инвесторов и фондового рынка включает следующие этапы:

– отбор показателей для анализа и информационно-статистическое обеспечение исследования;

¹ Под институциональными инвесторами будем понимать финансовых посредников, которые размещают привлеченные денежные средства физических и юридических лиц (аккумулированные в фонды денежных средств) в инструменты фондового рынка и другие активы с целью формирования портфелей финансовых активов для получения прибыли на принципах диверсификации вложений и защиты их от потерь, обеспечение стабильного уровня дохода, достижения других инвестиционных целей [14]. В состав институциональных инвесторов отнесены страховые компании, институты совместного инвестирования, негосударственные пенсионные фонды, а также коммерческие банки (отнесение последних является дискуссионным, но они включены, учитывая значительные объемы вложений в украинские ценные бумаги).

- формулировка эконометрической составляющей исследования;
- проведение расчетов и анализ их результатов;
- формулирование общих выводов.

Выбор показателей, которые могут быть использованы в качестве индикаторов развития фондового рынка, является достаточно сложной задачей, так как они должны одновременно отображать ликвидность, объемы торгов, информационную эффективность, степень концентрации, волатильность, нормативную и институциональную развитость фондового рынка. В этой работе за основу взяты два основных показателя: капитализация фондового рынка и его ликвидность (которая может быть представлена как объем торгов на фондовом рынке). Как показали А. Демиргук-Кунт и Р. Левайн [2], эти индикаторы дают приемлемые результаты, поскольку имеют сильную корреляцию с другими индикаторами развития фондового рынка.

Что касается показателей развития институциональных инвесторов, то в качестве основных индикаторов возьмем активы институциональных инвесторов (в том числе по отдельным типам институциональных инвесторов), а также их вложения в ценные бумаги. Анализ взаимного влияния осуществлен по показателям, взятым в ежемесячном и ежеквартальном разрезе.

Достаточно распространенной процедурой проверки причинных связей между временными рядами данных является тест Грэнджера. Данный тест использует два уравнения регрессии, в которых заменяются независимые и зависимые переменные. В общем виде для того, чтобы определить является ли переменная x причиной переменной y , необходимо выяснить, какую часть дисперсии текущего значения переменной y можно объяснить прошлыми значениями самой переменной y и может ли добавление прошлых значений переменной x улучшить это объяснение. Переменную x называют причиной y , если x помогает в предсказании y с точки зрения уменьшения дисперсии. В контексте векторной авторегрессии переменная x будет причиной для y , если коэффициенты при лагах x статистически значимы. Может наблюдаться и двусторонняя причинная связь, когда x является причиной y и y является причиной x .

Причинность по Грэнджеру для двух переменных имеет следующий вид:

$$x_t = \sum_{j=1}^p a_j x_{t-j} + \sum_{j=1}^p b_j y_{t-j} + v_t, \quad (1)$$

$$y_t = \sum_{j=1}^p c_j x_{t-j} + \sum_{j=1}^p d_j y_{t-j} + w_t, \quad (2)$$

где x , y – переменные, причинные связи между которыми исследуются; a_j , b_j , c_j , d_j – коэффициенты авторегрессии; v_t , w_t – ошибки измерений.

Отсутствие причинных связей от x к y значит, что $b_j = 0$ при $j = 1, \dots, p$, то есть прошлые значения x не влияют на y . Отсутствие причинных связей от y к x значит, что $d_j = 0$ при $j = 1, \dots, p$. Гипотезу о наличии причинных связей можно проверить с помощью F -статистики. Нулевая гипотеза состоит в том, что одна переменная не является причиной по Грэнджеру для другой переменной. Продолжительность лага следует выбирать таким образом, чтобы полученные результаты помогали в прогнозировании.

Все расчеты, результаты которых агрегированы в табличном виде, получены с помощью программного пакета эконометрического анализа EViews 7 с проведением Granger Causality Test.

АНАЛИЗ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Сначала рассмотрим, какие существуют причинные связи между показателями, статистические данные по которым доступны в ежемесячном разрезе. Для анализа возьмем значения (за период с октября 2009 г. по декабрь 2011 г.) капитализации

фондового рынка (КАП ФР) и объема биржевых контрактов (КОНТ), которые будут характеризовать развитие фондового рынка, и стоимости чистых активов институтов совместного инвестирования (А ИСИ) и объема вложений банков в ценные бумаги (ЦБ Б), которые будут характеризовать развитие институциональных инвесторов. Отметим, что между этими показателями почти не существует тесной корреляционной связи (кроме пары объемы выполненных биржевых контрактов и объем вложений банков в ценные бумаги, для которой коэффициент корреляции равен 0,84), то есть их изменение в конкретный момент времени осуществляется независимо.

Результаты проведенного тестирования со значениями временных лагов и F-статистики (F-СТАТ) приведены в таблице 1.

Таблица 1 – Результаты теста Грэнджера на причинность между показателями развития фондового рынка и институциональных инвесторов в ежемесячном разрезе за период октябрь 2009 г. – декабрь 2011 г.

Времен- ной лаг (месяцев)	Показатели								F – СТАТ
	А ИСИ – КАП ФР	КАП ФР – А ИСИ	ЦБ Б – КАП ФР	КАП ФР – ЦБ Б	КОНТ – А ИСИ	А ИСИ – КОНТ	КОНТ – ЦБ Б	ЦБ Б – КОНТ	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	0,688	0,366	2,951	0,684	0,257	2,494	0,108	18,970	1,94
2	0,837	0,544	2,357	0,210	0,383	2,197	0,068	10,228	1,96
3	0,522	0,620	2,340	0,031	0,298	2,614	0,566	4,065	1,98

Окончание таблицы 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
4	0,441	0,570	2,574	0,269	0,365	2,742	1,149	1,764	2,00
5	0,383	0,923	3,264	0,584	1,634	1,939	0,988	1,264	2,03
6	0,255	2,138	1,356	0,345	1,559	3,150	0,522	1,057	2,08
7	0,991	3,942	0,489	0,277	1,079	2,780	2,732	1,793	2,12
8	1,735	9,560	0,567	0,223	2,842	1,838	1,334	0,911	2,16

Источник: собственные расчеты автора на основе статистических данных НКЦБФР [11], НБУ [13], УАИБ [15].

Результаты расчетов свидетельствуют, что практически отсутствует причинная связь между воздействием объемов активов ИСИ на капитализацию фондового рынка, капитализации фондового рынка на объемы вложений банков в ценные бумаги, объемов выполненных биржевых контрактов на активы ИСИ (влияние зафиксировано лишь во временном лаге 8 месяцев) и объемов выполненных биржевых контрактов на объемы вложений банков в ценные бумаги (влияние зафиксировано лишь во временном лаге 7 месяцев). С другой стороны, наблюдается существенное влияние капитализации фондового рынка на объемы активов ИСИ, начиная с временного лага 6 месяцев и до 8 месяцев с увеличением такого влияния на 8-месячном интервале. Объем вложений банков в ценные бумаги влияет на капитализацию фондового рынка в промежутках 1 – 5 месяцев. Объем активов ИСИ влияет на объемы выполненных биржевых контрактов почти на всем промежутке временных интервалов (кроме 5 и 8 месяцев, хотя и в эти интервалы полученные значения F-статистики достаточно близки к критическим). Объемы вложений банков в ценные бумаги существенно влияют на объемы выполненных биржевых контрактов на интервалах 1 – 3 месяца с постепенным уменьшением этого влияния.

Таким образом, из четырех пар, в которых имеются причинные связи, на институциональных инвесторов, как источник влияния на фондовый рынок, приходится три пары, а значит уже на этом этапе подтверждается вывод Д. Виттаса о поддержке именно институциональными инвесторами динамики показателей фондового рынка на его ранней стадии развития. Это вполне соответствует ситуации, которая сложилась на Украине, фондовый рынок которой, несмотря на формально 20-летнюю историю существования не получил достаточного развития. Именно поэтому активность институциональных инвесторов является главным фактором, который может изменить ситуацию и стать определяющим в наращивании показателей фондового рынка.

Далее рассмотрим, каким образом проявляются причинные связи между отдельными показателями развития фондового рынка и типами институциональных инвесторов, которые не были рассмотрены выше. Для анализа возьмем показатели эмиссии акций, облигаций, ценных бумаг ИСИ, объемов государственных ценных бумаг в обращении, объемов торгов ценными бумагами, вложения банков в ценные бумаги, объема активов ИСИ, НПФ и страховых компаний за период 2007 – 2011 гг. в ежеквартальном разрезе (общее количество данных по каждому показателю равно 20). Тест Грэнджера на причинность проведем для временных лагов от 1 до 4 кварталов (табл. 2).

Таблица 2 – Результаты теста Грэнджера на причинность между вложением банков в ценные бумаги и отдельными показателями развития фондового рынка Украины, 2007 – 2011 гг.

№	Пары показателей	Временной лаг (кварталы)			
		1	2	3	4
1	Облигации – Вложения банков в ценные бумаги	2,862	1,449	1,051	0,740
	Вложения банков в ценные бумаги – Облигации	0,070	0,166	0,202	9,837
2	Акции – Вложения банков в ценные бумаги	0,748	0,666	0,588	1,241
	Вложения банков в ценные бумаги – Акции	0,182	0,120	2,853	1,578
3	Гос. облигации – Вложения банков в ценные бумаги	6,105	6,122	3,574	4,074
	Вложения банков в ценные бумаги – Гос. облигации	1,292	1,800	0,306	1,120
4	Объемы торгов ценными бумагами – Вложения банков в ценные бумаги	2,886	1,883	1,188	0,796
	Вложения банков в ценные бумаги – Объемы торгов ценными бумагами	8,382	10,137	9,162	73,113
5	Инвест. сертификаты ИСИ – Вложения банков в ценные бумаги	1,064	0,914	0,853	0,722
	Вложения банков в ценные бумаги – Инвест. сертификаты ИСИ	1,667	14,141	11,070	10,435
6	Акции ИСИ – Вложения банков в ценные бумаги	0,011	0,823	0,404	0,261
	Вложения банков в ценные бумаги – Акции ИСИ	0,150	0,133	0,028	1,075
7	Критические значения F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Источник: собственные расчеты автора на основе статистических данных НКЦБФР [11], НБУ [13]

Банки Украины имеют наибольшие вложения в ценные бумаги среди других институциональных инвесторов. Поэтому влияние этих учреждений на показатели фондового рынка должно быть существенным. Проведенное тестирование показывает, что вложения банков в ценные бумаги фактически определяют объемы торгов ими на всем промежутке временных лагов, которые рассматривались. Критические значения F-статистики превышены в несколько раз по этой паре показателей. Отметим, что на временном лаге в 1 квартал наблюдается взаимобратная причинная связь между объемами торгов ценными бумагами и вложениями банков в ценные бумаги.

Также присутствует причинная связь между вложениями банков в ценные бумаги и эмиссией инвестиционных сертификатов ИСИ на временных лагах 2 – 4 квартала. Это объясняется тем, что сами банки осуществляют инвестиции в инвестиционные сертификаты ИСИ, а существования спроса побуждает последних выпускать большее количество таких ценных бумаг.

Кроме этого банки определяют и объемы эмиссии облигаций с временным лагом 1 квартал и акций с временным лагом 3 квартала. Но наиболее интересным является тот факт, что объемы государственных облигаций в обращении напрямую влияют на объемы вложений банков в ценные бумаги на всех временных лагах. Это свидетельствует о повышенном интересе к данным ценным бумагам со стороны банков, что подтверждается официальной статистикой НБУ об объемах вложений банков в различные виды ценных бумаг: на ценные бумаги центральных органов государственного управления в последние годы приходилось от 50 % до 80 % всех вложений банков в ценные бумаги [13].

Далее рассмотрим результаты тестирования активов институтов совместного инвестирования относительно показателей фондового рынка (табл. 3).

Таблица 3 – Результаты теста Грэнджера на причинность между активами институтов совместного инвестирования и отдельными показателями развития фондового рынка Украины, 2007 – 2011 гг.

№	Пары показателей	Временной лаг (кварталы)			
		1	2	3	4
1	Облигации – Активы ИСИ	1,678	0,891	2,075	1,016
	Активы ИСИ – Облигации	0,118	0,018	0,031	1,321
2	Акции – Активы ИСИ	1,124	0,255	0,134	0,850
	Активы ИСИ – Акции	0,010	0,261	0,640	1,055
3	Гос. облигации – Активы ИСИ	3,117	2,688	4,144	2,979
	Активы ИСИ – Гос. облигации	4,262	1,392	1,493	2,257
4	Объемы торгов ценными бумагами – Активы ИСИ	0,817	0,568	0,350	0,202
	Активы ИСИ – Объемы торгов ценными бумагами	4,996	3,342	1,673	1,355
5	Инвест. сертификаты ИСИ – Активы ИСИ	2,073	1,163	2,488	1,312
	Активы ИСИ – Инвест. сертификаты ИСИ	1,776	0,718	0,619	0,332
6	Акции ИСИ – Активы ИСИ	0,000	0,913	0,426	0,315
	Активы ИСИ – Акции ИСИ	0,182	0,007	0,408	0,706
7	Критическое значения F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Источник: собственные расчеты автора на основе статистических данных НКЦБФР[11], УАИБ [15].

Учитывая тот факт, что объемы вложений ИСИ в ценные бумаги уступают объемам соответствующих операций банков, можно предположить, что и причинные связи будут слабее, что и подтверждается расчетами. Активы ИСИ подвергаются воздействию со стороны объемов государственных облигаций в обращении на всех временных лагах. При этом наблюдается и обратная связь на интервале в 1 квартал. Это может быть объяснено постепенным увеличением удельного веса этих ценных бумаг в общем инвестиционном портфеле ИСИ.

Еще одним важным результатом является влияние активов ИСИ на объемы торгов ценными бумагами, хотя и не такое значительное, как в случае с банками.

Несколько неожиданными оказались результаты отсутствия причинных связей между ценными бумагами, которые эмитируются ИСИ (акциями КИФ и инвестиционными сертификатами ПИФ), и их активами (кроме влияния объемов эмиссии инвестиционных сертификатов на активы ИСИ на временном лаге 3 квартала). Объяснить это можно следующим образом: общая сумма активов ИСИ сформирована за счет всех предыдущих эмиссий, а текущие выпуски собственных ценных бумаг могут не зависеть (и как показывает практика – не зависят) от объема активов.

Страховые компании имеют значительно меньшее влияние на показатели развития фондового рынка по сравнению с другими институциональными инвесторами. Критические значения F-статистики при исследовании причинных связей были получены для облигаций на временном лаге 4 квартала, что объясняется довольно высоким удельным весом этих ценных бумаг в инвестиционном портфеле страховщиков (табл. 4).

Таблица 4 – Результаты теста Грэнджера на причинность между активами страховых компаний и отдельными показателями развития фондового рынка Украины, 2007 – 2011 гг.

№	Пары показателей	Временной лаг (кварталы)
---	------------------	--------------------------

		1	2	3	4
1	Облигации – Активы СК	0,004	0,718	0,467	2,785
	Активы СК – Облигации	1,700	0,830	0,488	0,657
2	Акции – Активы СК	0,643	0,921	0,482	0,826
	Активы СК – Акции	0,369	0,440	0,255	0,659
3	Гос. облигации – Активы СК	0,615	0,380	1,350	1,077
	Активы СК – Гос. облигации	7,131	5,033	1,609	3,608
4	Объемы торгов ценными бумагами – Активы СК	0,349	0,599	0,564	1,074
	Активы СК – Объемы торгов ценными бумагами	1,038	1,218	0,843	2,306
5	Инвест. сертификаты ИСИ – Активы СК	0,185	1,375	0,855	0,904
	Активы СК – Инвест. сертификаты ИСИ	0,518	0,121	0,672	1,559
6	Акции ИСИ – Активы СК	0,489	0,955	0,536	0,391
	Активы СК – Акции ИСИ	0,053	0,055	0,150	0,213
7	Критическое значения F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Источник: собственные расчеты автора на основе статистических данных НКЦБФР [11], Нацкомфинуслуг [12].

Объем активов страховых компаний имеет причинные связи с объемом государственных облигаций в обращении на всех временных интервалах, кроме 3-х кварталов. Также существует влияние активов страховщиков на объемы торгов ценными бумагами, но, в отличие от двух предыдущих видов институциональных инвесторов, он проявляется только с временным лагом 4 квартала. Тем не менее, именно эта тенденция наблюдается по всем институциональным инвесторам, ведь результаты тестирования активов негосударственных пенсионных фондов (табл. 5), также подтверждают данный факт. При этом отметим наличие обратной связи, а именно влияние активов НПФ на объемы торгов ценными бумагами на временных лагах 1 и 2 кварталы и влияние объемов торгов на активы НПФ на всех временных лагах.

Таблица 5 – Результаты теста Грэнджера на причинность между активами негосударственных пенсионных фондов и отдельными показателями развития фондового рынка Украины, 2007 – 2011 гг.

№ п/п	Пары показателей	Временной лаг (кварталы)			
		1	2	3	4
1	2	3	4	5	6
1	Облигации – Активы НПФ	1,839	0,720	0,477	0,482
	Активы НПФ – Облигации	0,093	0,304	0,221	2,322
2	Акции – Активы НПФ	0,286	0,158	0,502	1,258
	Активы НПФ – Акции	0,006	0,157	0,035	0,090
3	Гос. облигации – Активы НПФ	0,339	0,286	1,189	2,216
	Активы НПФ – Гос. облигации	6,023	2,505	1,602	2,422

Окончание таблицы 5

1	2	3	4	5	6
4	Объемы торгов ценными бумагами – Активы НПФ	5,426	4,708	3,113	2,598
	Активы НПФ – Объемы торгов ценными бумагами	4,988	3,524	1,408	0,491
5	Инвест. сертификаты ИСИ – Активы НПФ	0,136	0,052	0,740	1,463
	Активы НПФ – Инвест. сертификаты ИСИ	1,278	0,876	3,880	3,244
6	Акции ИСИ – Активы НПФ	0,733	0,217	0,187	0,355
	Активы НПФ – Акции ИСИ	0,234	0,184	0,189	0,257
7	Критическое значения F-статистики	2,16	2,19	2,23	2,28

Источник: собственные расчеты автора на основе статистических данных НКЦБФР [11], Нацкомфинуслуг [12], УАИБ [15].

Так же, как и в случае со страховыми компаниями, существует причинная связь между объемами активов НПФ и объемом государственных облигаций в обращении на всех временных лагах, кроме 3-х кварталов. Принимая во внимание, что активы этих институциональных инвесторов еще меньше, этот результат можно считать совпадением. Аналогично влияние активов НПФ на объемы эмиссии облигаций (с временным лагом 4 квартала) и объемы эмиссии инвестиционных сертификатов ИСИ (с временным лагом 3 и 4 кварталы) могут быть объяснены случайностью. Тем не менее, наличие подобных тенденций следует рассматривать как имеющих место, а следовательно сложность объяснения этих причинных связей не исключает того факта, что они существуют и в определенной мере могут проявиться в будущем.

ВЫВОДЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ДАЛЬНЕЙШИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Таким образом, можно сделать выводы о существовании влияния институциональных инвесторов на показатели фондового рынка и наоборот. С одной стороны отметим, что фактически не наблюдается влияния институциональных инвесторов на капитализацию фондового рынка (кроме операций банков с ценными бумагами на краткосрочном отрезке). Но существует существенная зависимость показателя объемов торгов (который использовался как индикатор ликвидности фондового рынка) от вложений институциональных инвесторов в ценные бумаги. Это свидетельствует не только о начальной стадии развития фондового рынка Украины, но и о том, что его динамика существенно зависит от операций, осуществляемых институциональными инвесторами.

С другой стороны, влияние институциональных инвесторов на эмиссию ценных бумаг различных видов ограничено. Объемы эмиссии акций, облигаций (за отдельными исключениями) не имеют причинных связей с показателями развития институциональных инвесторов. Также лишь отдельные институциональные инвесторы влияют на объемы эмиссии ценных бумаг ИСИ или такие связи не обнаружены (банки, НПФ). В то же время существует существенная зависимость между объемами государственных облигаций в обращении и показателями развития институциональных инвесторов, в том числе случаи взаимного влияния. Наконец, почти все институциональные инвесторы влияют на объемы торгов ценными бумагами в одностороннем порядке, кроме НПФ, активы которых также зависят от объемов торгов ценными бумагами.

Таким образом, проведенное исследование свидетельствует о зависимости развития фондового рынка Украины от развития институциональных инвесторов, их вложений в ценные бумаги и от действий других экономических субъектов, которые выходят на фондовый рынок для реализации собственных интересов.

Дальнейшее исследование данной проблематики будет определяться накоплением новых статистических данных, которые позволят сформулировать актуальные выводы относительно взаимного влияния институциональных инвесторов и фондового рынка и на

основе сравнения с результатами этой работы выявить признаки дальнейшей эволюции фондового рынка.

Список использованных источников

1. Davis, E. P. The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour / E.P. Davis // Financial Markets Group and ESRC Working Paper. – 1996. [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www2.lse.ac.uk/fmg/documents/specialPapers/1990s/sp89.pdf>
2. Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts / A. Demirguc-Kunt, R. Levine // The World Bank Economic Review. – 1996. – Vol. 10 (2). – p. 291-321. [Electronic resource]. – Mode of access : <http://elibrary.worldbank.org/deliver/1462.pdf?itemId=/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-1462&mimeType=pdf>
3. Granger C. J., Investigating Causal Relationships by Econometrics Models and Cross Spectral Methods / C.J. Granger // Econometrica. – 1969. – Vol. 37. - pp. 425-435.
4. Muslumov, A. and Güler, A. Institutional Investors and Stock Market Development: A Causality Study / A. Muslumov, A. Güler // ISE Review, 2005. – Vol. 29. – pp. 1 –14. [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.muslumov.com/wp-content/uploads/2012/07/INST_INV-IMKB-Journal-Aras-2005-EN.pdf
5. Vittas, D. Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First? / D. Vittas // The World Bank Development Research Group, The ABCD LAC Conference, June 28–30, San Salvador, El Salvador. 1998. [Electronic resource]. – Mode of access : <http://elibrary.worldbank.org/deliver/2032.pdf?itemId=/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-2032&mimeType=pdf>
6. Ватаманюк З. Г. Развитие институционального инвестирования в Украине / З. Г. Ватаманюк, Т. М. Кушнир // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://books.efaculty.kiev.ua/trf/articles/5/>
7. Зинченко, Я. В. Трансакционные издержки интенсивного институционального развития фондового рынка / Я. В. Зинченко // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: Економічна. – Вип. 70. – Донецьк, 2004. – С. 168 – 171.
8. Калмикова, Л. Я. Актуальні проблеми та подальші перспективи розвитку фондового ринку України / Л. Я. Калмикова // [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.rusnauka.com/6_PNI_2012/Economics/4_101949.doc.htm
9. Корнеєв, В. В. Модель та інструментарій фінансового ринку України / В. В. Корнеєв // Фінанси України. – 2005. – № 6. – С. 76–81.
10. Корнійчук, О. Ключові проблеми в діяльності фондового ринку України та їх вплив на реалізацію національних інтересів у фінансові сфері / О. Корнійчук // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 11 – 12. – с. 17–25.
11. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річна звітність // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
12. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Річні звіти // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.dfp.gov.ua/742.html>
13. Національний банк України. Цінні папери в портфелі депозитних корпорацій // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bank.gov.ua/files/3.4-Securities.xls>
14. Пластун, В. Л. Институційні інвестори: підходи до визначення сутності та роль на фінансовому ринку / В. Л. Пластун // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – 2012. – Випуск 35. – С. 185-194.

15. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Статистика ринку // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/analituaib.html>
16. Школьник, І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

Статья поступила в редакцию 08.02.2013.

Выходные данные

Пластун, В. Л. Исследование причинных связей в развитии институциональных инвесторов и фондового рынка (на примере Украины) / В. Л. Пластун // Вестник Витебского государственного технологического университета . – 2013. – № 24. – С. 177.