

**Камінський А.Б.,**

доктор економічних наук,  
доцент кафедри економічної кібернетики  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

### ІНФОРМАЦІЙНА ПРОЗОРИСТЬ У ДІЯЛЬНОСТІ ІСІ: ТЕОРЕТИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ І ПРАКТИКА РЕАЛІЗАЦІЇ

*Висвітлено роль інформаційної прозорості в діяльності інститутів спільного інвестування (ІСІ). Теоретично обґрунтовано значимість розкриття інформації про структуру інвестиційного портфеля та професійно-кваліфікаційний рівень менеджерів. Наведено результати досліджень щодо практики розкриття такої інформації на українському ринку.*

*The article is devoted to explanation of the role of transparency in the activity of collective investments institutions. The meaningfulness of transparency and disclosure is theoretically grounded for the information about structure of investment portfolio and information about the professionally qualifying level of managers. The results of researches about practice of disclosure of such information at the Ukrainian market are given.*

**Ключові слова:** інститут спільного інвестування, агентські відносини, інформаційна прозорість, інвестиційний портфель, теорія сигналів.

Упродовж останніх п'яти років в Україні відбувалося стрімке зростання ринку спільного інвестування. Якщо у 2005 році на ньому діяли 165 фондів, якими управляли 83 компанії з управління активами (КУА), то у II кварталі 2010 року таких фондів було вже 1241, а компаній — 357. За цей час вартість чистих активів ІСІ збільшилася з 5 до 85 млрд грн, а частка вартості чистих активів (ВЧА) ІСІ у структурі ВВП — з 1,2 % до майже 8,5 %. При цьому зростання ринку було й кількісним, і якісним. Протягом цього періоду значно розширився спектр ІСІ за структурою інвестиційних портфелів і застосовуваних інвестиційних стратегій. Істотно поліпшилися корпоративне управління й інвестиційні відносини, стали досконалішими системи ризик-менеджменту. Окрім цього, збільшилася кількість фізичних осіб, які є учасниками ІСІ. Загалом це є свідченням того, що ринок ІСІ в Україні динамічно розвивається й поступово відіграє все вагомішу роль в українській фінансовій системі.

Разом із розвитком українського ринку спільного інвестування виникли агентські проблеми, породжені делегуванням інвесторами коштів в управління агентам — інвестиційним менеджерам. З-поміж цих проблем можна виокремити три основні: 1) проблема потенційного конфлікту в цілях принципала (інвестора) та агента (інвестиційного менеджера). Їхні цілі, як правило, не збігаються, тому агент, будучи найнятим менеджером, може діяти не в інтересах принципала, а у власних; 2) проблема асиметрії інформації між принципалом та агентом. Вона виявляється в тому, що агент зазвичай володіє більшою інформацією, ніж принципал, до того ж,

© Камінський А.Б., 2010

не розкриває всієї інформації про свої дії; 3) проблема інвестиційного ризику, яким обтяжені результати діяльності менеджера, адже вони залежать не лише від його зусиль, а й від установлених принципалом цілей та ринкових умов. Типовим прикладом є результативність управління портфелями ІСІ в умовах кризи — незважаючи на зусилля інвестиційних менеджерів результат на “спадаючому” фінансовому ринку в більшості випадків був негативним.

Зазначені проблеми можуть призводити до двох ситуацій у взаємовідносинах між принципалом та агентом — ситуації несприятливого вибору агента (*adverse selection*) та ситуації недобросовісного ставлення агента до своїх зобов’язань перед принципалом (*moral hazard*). Перша з них зумовлена потенційним несприятливим вибором інвестором фінансового інституту та виникає до укладання угоди (*ex ante*) про делегування коштів у розпорядження, друга може виникнути після укладення угоди (*ex post*) про делегування коштів у розпорядження та зумовлюється тим, що фінансовий інститут може розпоряджатися довіреними йому в управлінні коштами не в інтересах інвестора (частково чи повністю).

Концептуальною основою розв’язання вищезазначених проблем у сучасній економіці є інформаційна прозорість (транспарентність), тобто розкриття агентом всієї необхідної інформації для отримання можливості принципалом приймати обґрунтовані рішення, а також умови контракту, які б заохочували агента діяти максимальним чином в інтересах принципала. У даній статті наголос робиться на обґрунтуванні інформаційної прозорості на ринку спільного інвестування. Аналіз проблематики, пов’язаної з умовами контракту щодо управління залученими грошима в системі ІСІ, також важливий, але відповідно до Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)”<sup>1</sup> винагорода компанії з управління активами встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів. Це положення Закону є відображенням світової практики, згідно з якою витрати на управління інвестиційним фондом є відсотком від вартості його активів. Така ситуація може призводити до того, що пайові фонди будуть більше зацікавлені в залученні грошей у інвесторів, а не створенні для них додаткової вартості, про що зазначає у своїй книзі Л. Ловенстейн: “Глибинний конфлікт інтересів вбудовано в саму структуру індустрії. Річ у тім, що ... менеджерам вигідне зростання числа активів під управлінням, тому що розмір оплати за їхні послуги залежить не від результатів, а від величини активів”<sup>2</sup>. Таким чином, ураховуючи законодавче оформлення даного підходу, у статті ми не аналізуватимемо форми контракту, а зосередимося на питанні інформаційної прозорості.

Інформаційна прозорість діяльності фінансових інститутів на сьогодні є предметом пильної уваги ринкових регуляторів, рейтингових агентств, інституціональних

<sup>1</sup> Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди): Закон України від 15.03.2001 № 2299-III. — Ст. 31: [Електр. ресурс]. — <http://zakon.rada.gov.ua>.

<sup>2</sup> *Lowenstein L.* The Investor’s Dilemma: How Mutual Funds are Betraying Your Trust. — John Wiley & Sons, Inc., 2008. — 220 p.

та індивідуальних інвесторів. Про значимість інформаційної прозорості фінансових інститутів наголошувалося на саміті керівників країн G20, присвяченому світовій фінансовій кризі, у квітні 2009 року. У заключному документі було зазначено, що низькій рівень прозорості та розкриття інформації фінансовими інститутами зіграв значну роль у розвитку світової фінансової кризи 2008 року<sup>3</sup>.

Проблема інформаційної прозорості ІСІ в сучасній науковій літературі повністю ще не досліджена, водночас досить добре представлений аналіз впливу розкриття інформації на інвестиційні відносини в корпоративному секторі. Зокрема, обґрунтовується взаємозв'язок між розкриттям інформації та вартістю капіталу й ліквідністю<sup>4</sup>. У світі активно досліджується також проблематика інформаційної прозорості банків: міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's запровадило спеціальну бальну систему оцінювання рівня інформаційної прозорості банків і здійснює щорічну оцінку за цією системою в різних країнах. Із 2006 року така оцінка проводиться і в Україні.

У 2009 році було проведено комплексне дослідження рівня інформаційної прозорості ІСІ українського ринку<sup>5</sup>, що здійснювалося за спеціальним чином побудованою методикою й охопило 50 найбільших (за ВЧА) українських фондів спільного інвестування. Дослідження включало оцінку інформаційної прозорості за 64-ма критеріями, серед яких були критерії розкриття інформації щодо інституту спільного інвестування й щодо КУА, та ґрунтувалося на виключно публічній інформації, розміщеній на офіційних інтернет-сайтах ІСІ та КУА, а також інтернет-ресурсах регулятора ринку — Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Практичне використання результатів дослідження зумовило необхідність теоретичного осмислення низки питань щодо ролі інформаційної прозорості в діяльності ІСІ. Обґрунтуванню того, яка саме інформація щодо ІСІ та КУА має бути розкрита та як це впливатиме на інвестиційні відносини, присвячено дану статтю.

Перед тим як здійснити теоретичні викладки, визначимо, що саме ми розуміємо під інформаційною прозорістю. Взявши за основу підхід Т. Вишванас і Д. Кауфмана<sup>6</sup> зі Світового банку, визначатимемо інформаційну прозорість як інституціональну відкритість, яка, у випадку ІСІ, дає змогу його пайовикам/учасникам мати потрібну інформацію для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень. При цьому інформаційна прозорість включає п'ять атрибутів: доступність, вчасність,

---

<sup>3</sup> Див.: п. 4.5 “Transparency” Заключного звіту “Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency” Робочої групи 1 зустрічі G20, квітень 2009: [Електр. ресурс]. — [http://www.g20.org/Documents/g20\\_wg1\\_010409.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_wg1_010409.pdf).

<sup>4</sup> Diamond D., Verrecchia R. Disclosure, liquidity and the cost of capital // Journal of Finance. — 1991. — Vol. 46. — P. 1325–1360.

<sup>5</sup> Результати дослідження див. у статті: Камінський А.Б., Соломка Я.В. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування // Фінанси України. — 2010. — № 3. — С. 74–81.

<sup>6</sup> Vishwanath T., Kauffman D. Toward transparency: new approaches and their applications to financial markets // The World Bank Research Observer. — 2001. — V. 16. — P. 41–57.

значимість, якісність і надійність. Доступність означає можливість доступу пайовиків ІСІ до необхідної інформації, причому в такій формі, в якій вони можуть її належним чином сприймати та інтерпретувати. Вчасність означає вчасне розкриття інформації для прийняття інвестиційних рішень. Значимість (релевантність) передбачає, що інформація має бути корисною пайовикам в обґрунтуванні ними інвестиційних рішень. Якісність і надійність означають недопущення подання викривленої чи неточної інформації щодо ІСІ та КУА.

Інформаційна прозорість при здійсненні спільного інвестування, будучи інтуїтивно зрозумілою, усе ж потребує теоретичного обґрунтування, актуальність якого обумовлюється специфічністю прояву вищезазначених проблем ринку спільного інвестування. ІСІ, акумулюючи кошти індивідуальних інвесторів, делегують їх в управління КУА. При цьому ризик асиметрії інформації трансформується в контекст “двохетапних” взаємовідносин “інвестор — ІСІ — КУА”. Аналіз ризику асиметрії інформації у цих взаємовідносинах, на нашу думку, має враховувати два основних аспекти. Перший аспект пов’язаний із вибором інвестором інституту спільного інвестування (пайового типу), адекватного його цілям, у тому числі в сенсі співвідношення “дохід — ризик”. Другим є аспект довіри до КУА, що здійснює управління портфелем ІСІ (і пайового, і корпоративного типу). Цей аспект включає оцінку як професійно-кваліфікаційного рівня менеджерів, так і надійності КУА, а також потребує економічного обґрунтування впливу інформаційної прозорості на діяльність ІСІ.

У статті ми наводимо теоретичне обґрунтування ролі і значимості розкриття інформації щодо двох аспектів діяльності ІСІ та КУА: 1) структура інвестиційного портфеля ІСІ; 2) професійно-кваліфікаційний і репутаційний рівні інвестиційних менеджерів КУА.

Теоретичне обґрунтування ролі зазначених аспектів ми розкриваємо в межах сучасних неокласичної та неонінституціональної фінансових теорій, теорії агентських відносин і теорії розпізнавання сигналів.

Припускаємо, що інвестор (принципал) “*I*” та інвестиційний менеджер (агент) “*A*” приймають рішення в межах неокласичного підходу, який передбачає максимізацію сподіваної корисності (корисності Неймана — Моргенштерна). У межах сучасної портфельної теорії прийняття інвестиційних рішень здійснюється у “площині”  $(E(R_p), \sigma(R_p))$ , де  $R_p$  — дохідність інвестиційного портфеля  $P$ ,  $E(R_p)$  — сподівана дохідність портфеля,  $\sigma(R_p)$  — ризик портфеля. Розглядатимемо найуживаніший випадок із квадратичною функцією корисності<sup>7</sup>. Тоді вираз сподіваної корисності буде: для інвестора —  $E(U_I) = E(R_p) - \lambda_I \sigma(R_p)^2$ , для менеджера —  $E(U_A) = E(R_p) - \lambda_A \sigma(R_p)^2$ , де  $U$  — корисність;  $\lambda_I$  і  $\lambda_A$  — коефіцієнти ставлення до ризику відповідно інвестора та менеджера.

<sup>7</sup> Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов. — СПб.: Питер, 2000. — С. 108—116.

Нагадаємо, що дохід менеджера є пропорційним вартості чистих активів, тому зростання вартості портфеля пропорційно збільшуватиме дохід агента. Проблема полягає в тому, що ставлення до ризику інвестора та менеджера може не збігатися, тобто  $\lambda_I \neq \lambda_A$ . У цьому разі портфель, сформований менеджером відповідно до його функції корисності, може не забезпечувати максимум сподіваної корисності для інвестора. Отже, існує можливість спотворення менеджером співвідношення “дохідність — ризик”, бажаного для інвестора, причому спотворення в обидві сторони. Так, менеджер може виявитися більше схильним до ризику, ніж інвестор, та інвестувати в портфель із високим рівнем ризику, сподіваючись на високу дохідність. Проте в разі прояву ризику зумовлені цим збитки можуть виявитися неприйнятними для інвестора.

Однак бувають і протилежні ситуації, а саме коли інвестиційний менеджер виявляється менше схильним до ризику, ніж інвестор. Подібне трапляється доволі часто (рис. 1) та пояснюється бажанням агента уникати ризику з метою збереження власного репутаційного капіталу. Здійснення малоризикових інвестицій призводитиме до низької дохідності, що потенційно не відповідатиме цілям інвестора.

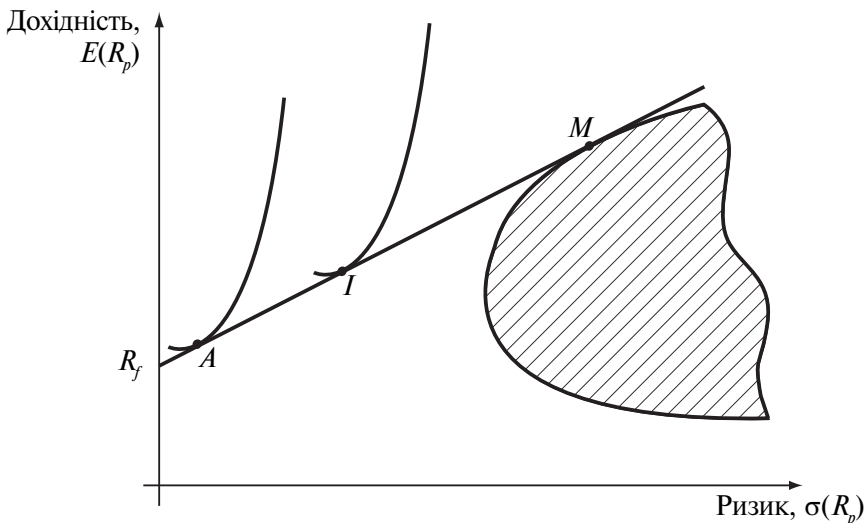


Рис. 1. Відмінність оптимальних інвестиційних портфелів для інвестора (точка  $I$ ) та менеджера (точка  $A$ )

З огляду на зазначене розкриття інформації про структуру сформованого менеджером портфеля слугує важливим фактором для верифікації оптимального співвідношення між ризиком і доходом для інвестора.

Для більш строгого обґрунтування припустимо, що фінансовий ринок складається з одного безризикового активу з дохідністю  $R_f$  (наприклад, державні облігації) та  $n$  ризикових активів (звичайні акції). У цьому разі ринок може бути

представлений моделлю Дж. Тобіна<sup>8</sup>, згідно з якою ефективна множина портфельів являтиме собою лінію ринку капіталів, яка описується формулою:

$$E(R_p) = R_f + \frac{E(R_M) - R_f}{\sigma_M} \sigma_p.$$

При цьому має місце теорема про інвестування у два фонди, згідно з якою всі інвестори формуватимуть портфелі шляхом комбінації інвестицій у безризиковий актив і ринковий портфель  $M$  із параметрами  $(E(R_M), \sigma_M)$  (рис. 1).

Різне ставлення до ризику у інвестора та менеджера виявлятиметься в різному розташуванні точок дотику їх ліній функції корисності до ефективної множини. Так, на рис. 1 точка  $A$  (відповідає функції корисності агента) характеризуватиме портфель із більшою часткою інвестицій у безризиковий актив і, відповідно, меншим рівнем дохідності й ризику. Точка  $I$  (відповідає функції корисності інвестора) характеризуватиме портфель із більшою часткою інвестицій у ринковий портфель та більшими дохідністю і ризиком.

У межах цієї теоретичної моделі принципал  $I$  делегує інвестиційні ресурси менеджеру  $A$  для портфельного інвестування. Менеджер створює портфель  $(\alpha_A, 1 - \alpha_A)$ , який максимізує його сподівану корисність  $E(U_A)$ . У портфелі  $\alpha_A$  це частка інвестицій у безризиковий актив, а  $1 - \alpha_A$  — частка інвестицій у ринковий портфель  $M$  (ризиковий актив). Дохідність такої інвестиції дорівнюватиме:  $R_p = \alpha_A R_f + (1 - \alpha_A) R_M$ , а ризик відповідно:  $\sigma_p = (1 - \alpha_A) \sigma_M$ . Водночас оптимальним для інвестора буде портфель  $(\alpha_I, 1 - \alpha_I)$ , який забезпечує максимум його сподіваної корисності  $E(U_I)$ . І як видно з рис. 1, у разі різного ставлення до ризику  $(\lambda_I \neq \lambda_A)$  портфелі  $(\alpha_I, 1 - \alpha_I)$  та  $(\alpha_A, 1 - \alpha_A)$  не збігаються. Тому портфель, сформований менеджером, не завжди забезпечуватиме максимум сподіваної корисності інвестора.

Для того щоб портфель забезпечував максимум сподіваної корисності інвестора, менеджер має діяти виходячи зі ставлення до ризику інвестора. В разі нерозкриття інформації про структуру портфеля інвестор не може пересвідчитись у тому, що створений портфель забезпечує йому максимальну сподівану корисність.

У цьому ж руслі може бути надане обґрунтування доцільності розкриття структури портфеля на основі моделі оцінки капітальних активів (МОКА)<sup>9</sup>, яка є ядром сучасної неокласичної фінансової теорії. Відповідно до цієї моделі сподівана дохідність  $R_A$  окремого активу  $A$  пов'язана з дохідністю всього ринку (ринкового портфеля)  $R_M$  таким чином:

$$E(R_A) = R_f + \beta_A \cdot (E(R_M) - R_f),$$

де  $\beta_A$  — чутливість сподіваної дохідності за активом  $A$  до дохідності всього ринку.  $\beta_A$  є показником систематичного ризику й показує, як реагує дохідність активу на зміни в дохідності ринку.

<sup>8</sup> Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Інвестиції. — М., 1997. — С. 235—257.

<sup>9</sup> Там само. — С. 258—273.

Однією з ключових властивостей “бета” при аналізі ризику портфеля є те, що бета портфеля являє собою зважену суму коефіцієнтів бета складових портфеля. Таким чином, знаючи структуру інвестиційного портфеля ІСІ за різними класами акцій та облігацій, інвестор може оцінити дохідність усього портфеля, розраховуючи бета-коефіцієнт портфеля ІСІ з допомогою зважування бета-коефіцієнтів на частки капіталу, інвестовані в різні його складові. Бета-коефіцієнти за різними класами активів, як правило, відомі на ринку, а інвестор, знаючи розподіл капіталу між класами активів, може розрахувати бета портфеля та його очікувану дохідність.

Звідси ми маємо обґрунтування ролі системи розкриття інформації про структуру портфеля ІСІ. Розкриття цієї інформації є важливим тому, що: 1) інвестор має пересвідчитися, що співвідношення між ризиком і доходом у інвестиційному портфелі адекватне його уподобанням (забезпечує максимум функції корисності); 2) інвестор може оцінити дохідність усього портфеля фонду на основі МОКА, знаючи частки інвестицій у різні класи активів. Разом ці два аспекти дають можливість поліпшити ефективність процесу інвестування на ринку ІСІ, тому що інвестори триматимуть капітал саме в тих фондах, які відповідатимуть їхнім сподіванням щодо співвідношення “ризик — дохід”.

При цьому зробимо зауваження, пов’язане з неінституціональними аспектами фінансової теорії. Під розкриттям структури портфеля слід розуміти розкриття інформації про частки інвестицій у основні класи активів, тобто про те, скільки інвестовано в різні класи облігацій (державні, муніципальні, корпоративні), скільки — в акції емітентів із різних секторів/сегментів економіки, скільки — в інші інструменти (нерухомість, банківські метали тощо). Водночас детальна інформація про інвестиції в цінні папери конкретних емітентів не обов’язково має розкриватися, бо це може призводити до зниження конкурентоспроможності (у разі прийняття припущень неокласичної теорії, зокрема про конкурентну ціну, такого моменту не виникає). Учасники ринку, знаючи про намір інвестиційного менеджера включити/виключити зі складу портфеля конкретний фінансовий інструмент, можуть здійснювати маніпуляцію цін на нього. Даний аспект є актуальним на ринках, що розвиваються, у тому числі на українському.

Теоретичне обґрунтування значимості розкриття інформації щодо професійно-кваліфікаційного рівня й репутації менеджерів КУА може бути здійснено в межах теорії сигналів<sup>10</sup>.

Професійно-кваліфікаційний рівень інвестиційного менеджера характеризуватимемо спроможністю розпізнавати/прогнозувати стани на фінансовому ринку й відповідно до цього переформовувати портфель. Ця спроможність може бути виражена ймовірністю  $\mu$ , з якою менеджер правильно розпізнає/прогнозує стан

---

<sup>10</sup> Див., наприклад, працю одного з родоначальників цієї теорії, Нобелівського лауреата з економіки М. Спенса: *Spence M. Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets // The American Economic Review. — 2002. — Vol. 92. — No. 3. — P. 434—459.*

на ринку, оскільки вона має прямий вплив на дохідність від інвестування, що впливає з таких міркувань. Припустимо, що на фінансовому ринку є всього два активи (у межах моделі Дж. Тобіна й теореми про інвестування у два фонди): ризиковий актив  $M$  (ринковий портфель) та безризиковий актив із дохідністю  $R_f$ . У кожному період часу (наприклад, місяць, квартал, рік) ринок може перебувати лише у двох станах — піднесення та спад. У першому стані, який реалізується з ймовірністю  $\pi$ , ризиковий актив показує дохідність  $R_H$ , у другому стані, що реалізується з ймовірністю  $1 - \pi$ , — дохідність  $R_L$ . Між значеннями дохідності виконується співвідношення  $R_H > R_f > R_L$ . Якщо менеджер абсолютно правильно розпізнає ситуацію на ринку щодо того, який стан реалізується ( $\mu = 1$ ), то у стані піднесення він інвестуватиме в ризиковий актив та отримуватиме дохідність  $R_H$ , а в разі спаду на ринку інвестуватиме в безризиковий актив, отримуючи дохідність  $R_f$ . У результаті сподівана дохідність від управління інвестиційним портфелем таким менеджером дорівнюватиме  $\pi R_H + (1 - \pi)R_f$ .

Якщо менеджер лише з ймовірністю  $0 < \mu < 1$  правильно розпізнає ситуацію на ринку, то сподівана дохідність виявиться меншою через те, що у випадках, коли він не розпізнав правильно ситуацію на ринку, дохідність буде  $R_L$  замість  $R_f$  та  $R_f$  замість  $R_H$ . Прості математичні перетворення дають можливість знайти взаємозв'язок між середньою дохідністю за певний період часу і спроможністю менеджера розпізнавати ситуацію на ринку:

$$E(R) = \pi R_f + (1 - \pi)R_L + (\pi(R_H - R_f) + (1 - \pi)(R_f - R_L))\mu.$$

Множник у дужках перед  $\mu$  завжди додатний, тому чим більшим є значення  $\mu$ , тим більшою виявиться дохідність портфеля інвестицій.

Інвестори перед делегуванням коштів в управління менеджерам прагнуть, у межах розглянутої моделі, оцінити ймовірність  $\mu$ , з якою менеджер здатен розпізнати ринкову кон'юнктуру. Грунтуючись на вищенаведеній формулі, інвестори можуть здійснити й оцінку дохідності портфеля, яким управляє менеджер. Для здійснення оцінки ймовірності  $\mu$  і прийняття рішення про делегування коштів в управління конкретному менеджеру інвестору бажано отримати “сигнал” (у розумінні М. Спенса, засновника теорії сигналів) про його професійно-кваліфікаційний рівень.

Зупинимося коротко на тому, які саме сигнали (яка саме інформація) свідчать про професіоналізм і репутацію інвестиційних менеджерів. На наш погляд, така інформація може бути структурована у три блоки: перший — це інформація безпосередньо про менеджерів, що здійснюють управління портфелем, а саме відомості про їх біографію, освіту, професійний досвід тощо; другий — інформація про результати попередньої діяльності відповідної КУА. Вдалі результати попередньої діяльності слугують сигналами перспективних результатів у майбутньому; третій блок — інформація про власників КУА, яка є важливою з точки зору відомостей про те, хто має безпосередній вплив на менеджерів і, відповідно, може прямо чи



опосередковано впливати на їхні інвестиційні рішення. Розкриття інформації з цих блоків дає інвестору сигнали, з яких він може скласти уявлення про  $\mu$  та сподівану дохідність портфеля  $E(R)$ . При цьому зрозуміло, що більш кваліфіковані менеджери з гарною репутацією більше зацікавлені в передачі сигналів потенційним інвесторам, тому що їхня спроможність розпізнавати стани на ринку є високою ( $\mu$  наближений до 1). Менеджери, які не мають подібних якостей, не зацікавлені в розкритті подібної інформації через те, що  $\mu$  буде наближеним до 0 та інвестори не довірятимуть їм кошти в управлінні.

Розглянемо, як досліджувані у статті аспекти інформаційної прозорості реалізовані на практиці українського ринку ІСІ. Для цього скористаємося результатами вищезазначеного дослідження інформаційної прозорості, здійсненого автором разом із Я.В. Соломкою у 2009 році. В аспекті розкриття інформації щодо інвестиційного портфеля ІСІ здійснювалась оцінка рівня розкриття таких питань: наявність розгорнутого опису інвестиційної стратегії; аналіз інвестиційної стратегії; структура портфеля за фінансовими інструментами; структура портфеля за галузями економіки; інформація про великі (> 10 %) вкладення фонду; опис ризиків інвестування в даний фонд.

Результати дослідження щодо практичного рівня розкриття інформації подано на рис. 2.

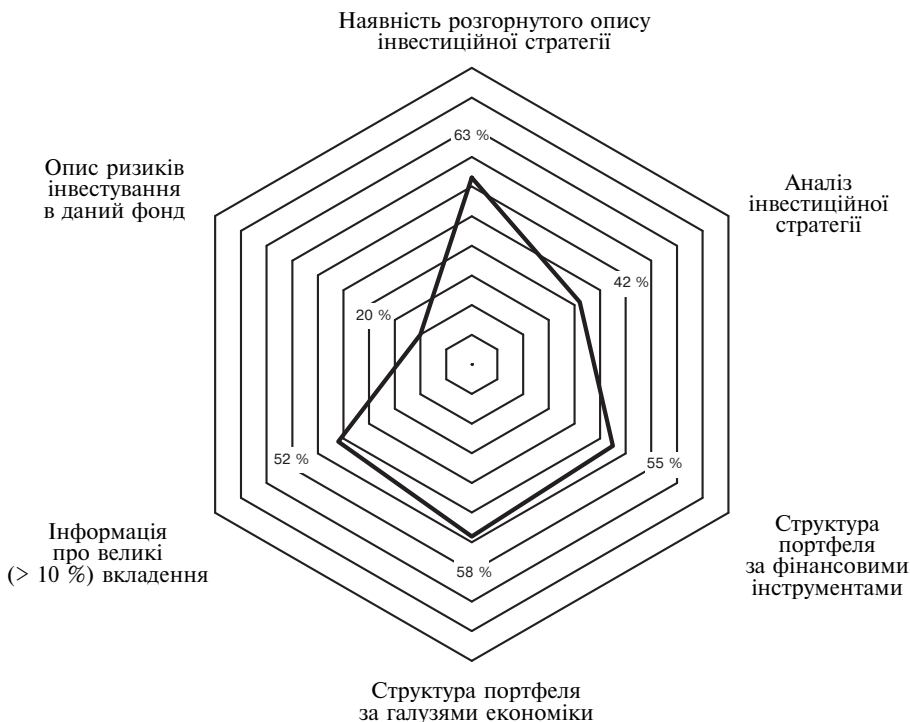


Рис. 2. Відсоток українських ІСІ (серед найбільших 50-ти), які розкривають інформацію щодо різних аспектів інвестиційного портфеля

Результати показують, що структура портфеля в розрізі фінансових інструментів розкривається приблизно у 55 % ІСІ. У розрізі структури портфеля за галузями економіки рівень розкриття становить 58 %. Найбільш повно ІСІ представляють опис інвестиційної стратегії, найменш повно розкриваються ризики інвестування у фонд — це роблять лише 20 % досліджених ІСІ.

Дослідження інформаційної прозорості дало можливість скласти уявлення щодо практики розкриття інформації про менеджмент КУА, яка здійснює управління портфелем ІСІ. Перелік менеджерів розкривається у 53 % випадках. Відомості про них, які є “сигналами” в класичному розумінні М. Спенса, розкриваються у 42 % випадках. Інші аспекти, як видно з рис. 3, розкриваються слабо. Так, відомості про керуючих фондами розкрито лише у 24 % випадках, а форми і принципи винагороди менеджерів не розкриваються взагалі. Дуже слабо розкривається інформація про обсяги інвестицій посадових осіб КУА у фонди під її керівництвом і процедури прийняття рішень щодо складових інвестиційного портфеля. Лише у третині випадків розкривається інформація про власників КУА.



Рис. 3. Відсоток українських ІСІ (серед найбільших 50-ти), які розкривають інформацію щодо менеджменту КУА

Підсумовуючи викладене, зауважимо, що значний розвиток інститутів спільного інвестування в Україні актуалізує проблему агентських відносин між інвесторами та менеджерами. Одним із концептуальних підходів до подолання асиметрії

інформації є розкриття інформації, значимої для інвестора. У статті наведено теоретичне обґрунтування значимості розкриття інформації щодо структури інвестиційного портфеля і професійно-кваліфікаційного рівня інвестиційних менеджерів, а також практику розкриття такої інформації. Теоретичне обґрунтування показує важливість розкриття структури портфеля для верифікації інвесторами співвідношення “дохідність — ризик”. Розкриття інформації про інвестиційних менеджерів обґрунтовується на основі теорії сигналів М. Спенса й пояснюється тим, що інвестори мають отримати від менеджерів певні сигнали, які дають можливість скласти уявлення про їхній професійний і репутаційний рівень.

Практика розкриття інформації на українському ринку ІСІ свідчить про досить низький рівень розкриття. Інформація про структуру портфелів ІСІ розкривається лише у половині випадків, а значима інформація про менеджерів КУА — менш ніж у половині випадків. Подібна ситуація стримує розвиток інвестиційних взаємовідносин і певним чином перешкоджає ефективному інвестуванню в ІСІ. На нашу думку, перспективним у цьому аспекті може бути запровадження на вітчизняному ринку ІСІ сучасних стандартів добровільного розкриття інформації, що підвищило б ефективність залучення коштів інвесторів та управління ними.