

Камінський А. Б.,

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

ТЕОРЕТИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ РОЛІ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ПРОЗОРОСТІ В ДІЯЛЬНОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Представлено теоретичне обґрунтування значимості розкриття інформації щодо структури інвестиційного портфеля інститутів спільного інвестування та інформації відносно професійно-кваліфікаційного рівня інвестиційних менеджерів. Обґрунтування здійснено в межах неокласичної та неоінституціональної фінансових теорій, а також теорії сигналів. Показано, що реалізація згаданих аспектів на практиці має знижувати асиметрію інформації та покращувати інвестиційні взаємовідносини.

Ключові слова: інформаційна прозорість, асиметрія інформації, інститут спільного інвестування, інвестиційні відносини.

Інформаційна прозорість в діяльності фінансових інститутів є предметом особливої уваги ринкових регуляторів, рейтингових агентств, інституціональних та індивідуальних інвесторів. Така увага обумовлена проблемою асиметрії інформації, яка виникає в процесі делегування коштів інвесторів в управління фінансових інститутів (банків, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів тощо). Ця проблема умовно може бути розділена на дві складові. Перша — обумовлена потенційним несприятливим вибором інвестором фінансового інституту та виникає до укладання угоди (*ex ante*) про делегування коштів у розпорядження. Друга складова виникає після угоди (*ex post*) про делегування коштів у розпорядження та обумовлюється тим, що агент (фінансовий інститут) може розпоряджатися довіреними йому в управління коштами не в інтересах інвестора (частково чи повністю). Уперше проблема асиметрії інформації була окреслена ще К. Ерроу¹, фундаментально проаналізована — у працях нобелівських лауреатів Дж. Акерлофа, М. Спенса та Дж. Стігліца, в яких, зокрема, запропоновано модель ринку з недосконалою інформацією. Сучасна проблематика концепції асиметрії інформації представлена в монографії А. Катальдо².

Одним із способів зменшення асиметрії інформації виступає наявність системи розкриття значимої для інвестора інформації, яка даватиме можливість інвесторам зробити обґрунтований вибір фінансового інституту та

¹ Arrow K. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care / K. Arrow // American Economic Review. — 1963. — № 53. — P. 941–973 (перекл. рос. мовою http://www.aspe.spb.ru/_private/arrow.pdf).

² Cataldo A. J. Information Asymmetry: A Unifying Concept for Financial & Managerial Accounting Theories / A. J. Cataldo. — Michigan : Elsevier Ltd., 2003. — 300 p.

здійснювати моніторинг ефективності управління делегованими в управління коштами.

Значимість інформаційної прозорості фінансових інститутів підкреслювалася на саміті керівників країн G20, присвяченому світовій фінансовій кризі, у березні 2009 р. У заключному документі було відмічено, що низький рівень прозорості та розкриття інформації фінансовими інститутами відіграв значну роль у розвитку світової фінансової кризи 2008 р.³

У сучасній науковій літературі досить добре представлено аналіз впливу розкриття інформації на інвестиційні відносини в корпоративному секторі. Зокрема, обґрунтовується взаємозв'язок між розкриттям інформації та вартістю капіталу й ліквідністю⁴. У світі також активно досліджується проблематика інформаційної прозорості банків. Міжнародне рейтингове агентство Standard&Poor's запровадило та здійснює щорічну оцінку рівня інформаційної прозорості банків в різних країнах за власною спеціальною бальною системою. З 2006 р. таке оцінювання проводиться і в Україні. Незважаючи на значну увагу до розкриття важливої інформації корпораціями та банками, аспект впливу розкриття інформації на діяльність інститутів спільного інвестування (ІСІ) на сьогодні досліджено не достатньо глибоко і повно. У 2009 р. автором та його колегою було здійснено дослідження⁵ рівня інформаційної прозорості ІСІ українського ринку. Воно проводилося за спеціальною методикою та охопило 50 найбільших фондів спільного інвестування. Аналіз та практичне використання результатів дослідження обумовили необхідність теоретичного осмислення ролі інформаційної прозорості у діяльності ІСІ. Цьому аспекту й присвячена стаття.

Актуальність теоретичного обґрунтування також обумовлюється специфічністю проблеми асиметрії інформації на ринку ІСІ, які, акумулюючи кошти індивідуальних інвесторів, делегують їх в управління компаніям з управління активами (КУА). При цьому ризик асиметрії інформації трансформується в контексті взаємовідносин “Інвестор – ІСІ – КУА”. Аналіз ризику асиметрії інформації у цих взаємовідносинах має враховувати два аспекти. Перший – пов'язаний з вибором інвестором інституту спільного інвестування, адекватного його цілям (зокрема, бажаному співвідношенню “дохід–ризик”). Другим є аспект довіри до КУА, що здійснює управління цим фондом. Аспект включає як оцінку професійно-кваліфікаційного рівня менеджерів, так і надійність КУА.

За останні п'ять років відбувалося стрімке зростання ринку спільного інвестування в Україні: величина активів українських ІСІ з 2005 по 2009 р. збільшилася приблизно в 10 разів, а частка активів ІСІ в структурі ВВП

³ Див.: Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency : Final Report / G20 Working Group 1. – P. 38–43 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.g20.org/Documents/g20_wg1_010409.pdf.

⁴ Наприклад, *Diamond D.* Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital / D. Diamond, R. Verrecchia // *Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46. – P. 1325–1360.

⁵ Результати дослідження опубліковані в статті: *Камінський А. Б.* Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / А. Б. Камінський, Я. В. Соломка // *Фінанси України*. – 2010. – № 3. – С. 74–81.

зросла за цей період у 4,5 раза, сягнувши 6,7 %. Наприкінці 2009 р. в Україні працювало 380 КУА, які управляли активами 985 фондів. Таким чином, завдання аналізу ризику асиметрії інформації у відносинах “Інвестор – ІСІ – КУА” стає дедалі актуальнішим у розрізі зростання українського ринку спільного інвестування. Цей аспект також потребує економічного обґрунтування впливу інформаційної прозорості на діяльність ІСІ.

У процесі розгляду інформаційної прозорості фінансових інститутів можна виокремити два блоки розкриття інформації: регулятивний та добровільний. Перший містить інформацію, яка має бути розкрита на вимогу регулятора (затверджених ним регулятивно-правових норм). Другий блок містить інформацію, яка розкривається фінансовим інститутом добровільно. Структура та зміст добровільної системи розкриття інформації є вельми значущими для інвестиційних взаємовідносин, тому що характеризують стандарти корпоративного управління, запроваджені в певній фінансовій установі.

У статті наводимо теоретичне обґрунтування ролі розкриття інформації щодо двох аспектів діяльності ІСІ та КУА:

- структура інвестиційного портфеля ІСІ;
- професійно-кваліфікаційний рівень інвестиційних менеджерів КУА.

Теоретичне обґрунтування ролі вказаних аспектів наведено в розрізі неокласичної та неінституціональної фінансових теорій, теорії агентських відносин та теорії розпізнавання сигналів.

Розглянемо обґрунтування значимості розкриття структури інвестиційного портфеля ІСІ. Припустимо, що інвестор (принципал) “І” та інвестиційний менеджер (агент) “А” приймають рішення в межах неокласичного підходу, що передбачає максимізацію сподіваної корисності (корисності Неймана–Моргенштерна). За сучасною портфельною теорією прийняття інвестиційних рішень здійснюється в “площині” ($E(R_p)$, $\sigma(R_p)$), де $E(R_p)$ – сподівана дохідність інвестиційного портфеля, $\sigma(R_p)$ – ризик портфеля. Далі розглядатимемо найуживаніший випадок із квадратичною функцією корисності⁶. Тоді вираз сподіваної корисності являтиме собою рівняння:

$$\text{для інвестора: } E(U_I) = E(R_p) - \lambda_I \sigma(R_p)^2;$$

$$\text{для агента: } E(U_A) = E(R_p) - \lambda_A \sigma(R_p)^2,$$

де λ_I та λ_A – коефіцієнти ставлення до ризику інвестора та агента відповідно.

Проблема полягає в тому, що ставлення до ризику інвестора та агента можуть не збігатися, тобто $\lambda_I \neq \lambda_A$. У такому разі портфель, сформований агентом відповідно до його функції корисності, може не забезпечувати максимуму сподіваної корисності для інвестора. Таким чином, може виникнути спотворення агентом співвідношення “дохідність–ризик”, бажа-

⁶ Див. п.3.3 у: Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / Л. Крушвиц. – СПб.: Питер, 2000. – 400 с.

ного для інвестора. Викривлення цього співвідношення може виникнути в обох напрямках:

- 1) якщо агент виявиться більш схильним до ризику, ніж інвестор та інвестуватиме в портфель з підвищеним рівнем ризику, сподіваючись на високу дохідність, то збитки у випадку прояву ризику можуть виявитися неприйнятними для інвестора;
- 2) коли агент є менш схильним до ризику, ніж інвестор (рисунок), що пояснюється його бажанням уникати ризику з метою збереження власного репутаційного капіталу, то це призводитиме до низької дохідності, що не відповідатиме цілям інвестора.

Зважаючи на зазначене, розкриття інформації про структуру сформованого менеджером портфеля є важливим фактором для верифікації інвестором оптимального співвідношення між ризиком та доходом.

Для детальнішого обґрунтування припустимо, що фінансовий ринок складається з одного безризикового активу з дохідністю R_f (наприклад, державні облігації) та n ризикових активів (звичайних акцій). У цьому разі ринок може бути представлений моделлю Дж. Тобіна⁷. Відповідно до цієї моделі ефективна множина портфелів являтиме лінію ринку капіталів (ЛРК), 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 в два фонди, за якою всі інвестори формуватимуть портфелі шляхом комбінації інвестицій у без-

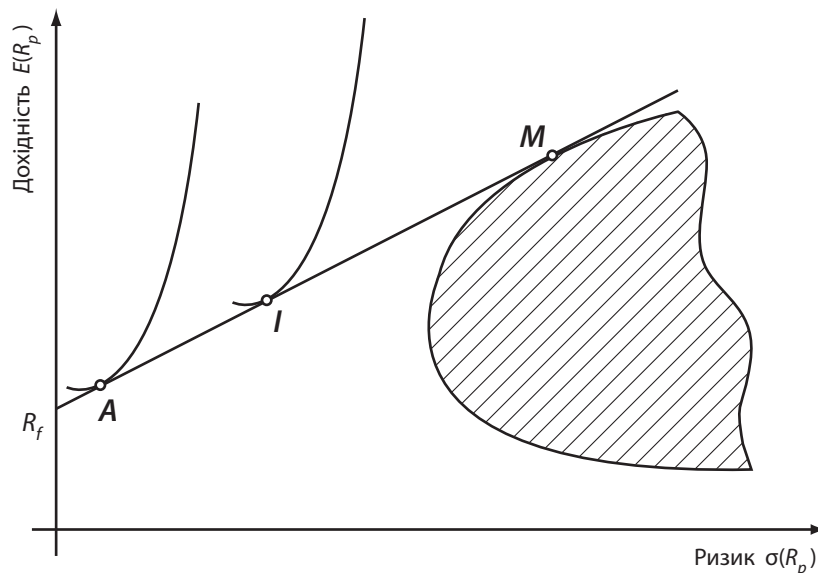


Рисунок. Залежність дохідності інвестицій від ставлення до ризику інвестора I та агента A

⁷ Шарп У. Ф. Инвестиции : учеб. / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли ; пер. с англ. А. Н. Буренина, А. А. Васина. — М. : Инфра-М, 1997. — 1024 с.

ризиковий актив та ринковий портфель M з параметрами $(E(R_M), \sigma_M)$ (див. рисунок). Різне ставлення до ризику у інвестора та менеджера виявлятиметься у розташуванні точок дотику їхніх ліній функції корисності до ефективної множини. Так, точка A , яка відповідає функції корисності агента, характеризуватиме портфель з більшою часткою інвестицій в безризиковий актив i , відповідно, менший рівень дохідності та ризику. Точка I , яка відповідає функції корисності інвестора, характеризуватиме портфель з більшою часткою інвестицій в ринковий портфель та більшу дохідність і ризик.

У межах цієї теоретичної моделі принципал I делегує інвестиційні ресурси агенту A для портфельного інвестування. Агент створює портфель $(\alpha_A, 1 - \alpha_A)$, який максимізує його сподівану корисність $E(U_A)$. У цьому портфелі α_A – частка інвестицій в безризиковий актив; $1 - \alpha_A$ – частка інвестицій в ринковий портфель M (ризиковий актив). Дохідність такої інвестиції дорівнюватиме:

$$R_p = \alpha_A R_f + (1 - \alpha_A) R_M,$$

ризик становитиме:

$$\sigma_p = (1 - \alpha_A) \sigma_M.$$

Водночас оптимальним для інвестора буде портфель $(\alpha_I, 1 - \alpha_I)$, який забезпечуватиме максимум його сподіваної корисності $E(U_I)$. Але, як бачимо на рисунку, у випадку різного ставлення до ризику ($\lambda_A \neq \lambda_I$) портфелі $(\alpha_A, 1 - \alpha_A)$ та $(\alpha_I, 1 - \alpha_I)$ не співпадатимуть. А тому портфель, сформований агентом, може не забезпечувати максимуму сподіваної корисності інвестора.

Для того, щоб портфель забезпечував максимум сподіваної корисності інвестора, агент має діяти, зважаючи на ставлення до ризику інвестора. У разі нерозкриття інформації про структуру портфеля інвестор не може пересвідчитись у тому, що створений портфель забезпечує йому максимальну сподівану корисність. Таким чином, маємо перший висновок щодо обґрунтування ролі системи розкриття інформації про структуру портфеля: інвестор повинен переконатися, що співвідношення між ризиком та доходом в інвестиційному портфелі адекватне його максимуму функції корисності.

При цьому необхідно зробити одне зауваження, пов'язане з неоінституціональними аспектами фінансової теорії. Розкриття структури портфеля – це головним чином виявлення часток інвестицій в основні класи активів, тобто інформація про те, скільки інвестовано: у різні класи облігацій (державні, муніципальні, корпоративні); в акції емітентів з різних секторів та галузей економіки; в інші інструменти (нерухомість, банківські метали тощо). У той же час детальна інформація про інвестиції в конкретні фінансові інструменти необов'язково має розкриватися, бо це може призводити до зниження конкурентоспроможності (у випадку прийняття припущень неокласичної теорії, зокрема припущень про конкурентну ціну, такої ситуації не виникає). Учасники ринку, знаючи про намір інвестиційного менеджера включити/виключити зі складу портфеля певний фінансовий інстру-

мент, можуть здійснювати маніпуляцію цін на нього. Вказаний аспект актуальний на ринках, що розвиваються, зокрема українському.

Теоретичне обґрунтування розкриття інформації про рівень професіоналізму та репутацію менеджерів КУА може бути здійснено в межах теорії сигналів⁸.

Професійно-кваліфікаційний рівень інвестиційного менеджера може бути охарактеризований спроможністю розпізнавати/прогнозувати стани на фінансовому ринку та відповідно переформовувати портфель. Ця спроможність може бути виражена ймовірністю μ , з якою менеджер правильно розпізнає/прогнозує стан на ринку. Ймовірність μ безпосередньо впливає на дохідність від інвестування, що впливає з таких міркувань. Наприклад, на фінансовому ринку є лише два активи (у межах моделі Дж. Тобіна та теореми про інвестування в два фонди): ризиковий актив M (ринковий портфель) та безризиковий актив з дохідністю R_f . У кожний період часу (наприклад, місяць, квартал, рік) ринок може перебувати лише у двох станах – “піднесення” та “спаду”. У першому стані, який реалізується з ймовірністю π , ризиковий актив показує дохідність R_H , у другому, – що реалізується з ймовірністю $1 - \pi$, ризиковий актив показує 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 ринку реалізується ($\mu = 1$), то у стані “піднесення” він інвестуватиме в ризиковий актив та отримуватиме дохідність R_H . У разі спаду на ринку менеджер інвестуватиме у 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. Прості математичні перетворення дають змогу знайти взаємозв'язок між середньою дохідністю за певний період часу та спроможністю менеджера розпізнавати ситуацію на ринку:

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

Множник у дужках перед μ завжди додатний, а тому чим більше значення μ , тим більшою виявиться дохідність портфеля інвестицій.

Інвестори перед делегуванням коштів в управління менеджером прагнуть мати уявлення про їх професійно-кваліфікаційні та репутаційні якості. У межах розглянутої моделі інвестори намагаються оцінити ймовірність μ , з якою менеджер здатен розпізнавати ринкову кон'юнктуру. На підставі наведеної формули інвестори можуть провести й оцінку дохідності портфеля, яким управляють менеджери. Для здійснення оцінки ймовірності μ та прийняття рішення про делегування коштів в управління менеджеру

⁸ Див. наприклад, публікацію одного з родоначальників цієї теорії, Нобелівського лауреата з економіки М. Спенса: *Spence M. Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets / M. Spence // The American Economic Review. – 2002. – Vol. 92. – № 3. – P. 434–459.*

інвестору бажано отримати “сигнал” (у розумінні М. Спенса – засновника теорії сигналів) про професійно-кваліфікаційний рівень інвестиційного менеджера. Зупинимось коротко на тому, які саме “сигнали”, тобто інформація свідчать про професіоналізм та репутацію інвестиційних менеджерів. На наш погляд, така інформація може бути структурована у три блоки. Перший – це інформація безпосередньо про менеджерів, що здійснюють управління портфелем, куди входять відомості про їхню біографію, освіту, професійний досвід тощо. Другий блок – це інформація про результати попередньої діяльності відповідної компанії з управління активами. Позитивні результати попередньої діяльності є “сигналами” перспективних результатів у майбутньому. Третій блок – інформація про власників КУА. Ця інформація важлива з точки зору відомостей про те, хто має безпосередній вплив на менеджерів і, відповідно, може прямо чи опосередковано корелювати їхні інвестиційні рішення.

Суттєвий розвиток інститутів спільного інвестування в Україні породжує проблему агентських відносин між інвесторами та менеджерами, пов’язану з асиметрією інформації. Одним із концептуальних підходів до подолання асиметрії інформації є розкриття важливої для інвестора інформації. У статті обґрунтовується значимість розкриття інформації щодо структури інвестиційного портфеля та професійного рівня інвестиційних менеджерів. Перше обумовлюється необхідністю верифікації інвесторами досягнення бажаного рівня “дохідність–ризик”. Друге пояснюється (у межах теорії сигналів М. Спенса) тим, що інвестори мають отримати від менеджерів певні сигнали, які дають змогу скласти уявлення про професійний та репутаційний рівень.

Перспективним напрямом розкриття інформації щодо ІСІ та КУА, на думку автора, є формування на українському ринку стандартів добровільного розкриття інформації. Наявність таких стандартів та їх дотримання покращили б інвестиційні взаємовідносини і підвищили ефективність залучення коштів інвесторів та управління ними.