

Я. В. Соломка,  
аспірант, кафедра економічної кібернетики,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

# РОЛЬ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ПРОЗОРОСТІ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В СИСТЕМІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ВЗАЄМОВІДНОСИН

*У статті наведено результати дослідження зв'язку між параметрами інформаційної прозорості й інвестиційної активності громадян на ринку спільного інвестування. Емпіричне підтвердження залежності між зазначеними параметрами отримано засобами кореляційно-регресійного аналізу.*

*The article contains results of the research on correlation between information transparency and inhabitants' investment activity parameters in collective investment market. An empirical evidence of relation of mentioned parameters has been found by the instrumentality of regression analysis.*

*Ключові слова: інститут спільного інвестування, інформаційна прозорість, інвестиційна поведінка населення.*

## ВСТУП

Незважаючи на майже десятилітню історію розвитку колективних інвестицій в Україні, інвестиційна активність населення залишається надзвичайно низькою: за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, на кінець 2009 року частка вкладень фізичних осіб-резидентів у загальній вартості чистих активів невенчурних фондів становила 3,97% [9]. Головною причиною ситуації, що склалася, є низький рівень обізнаності населення у діяльності інститутів спільного інвестування і його упереджене ставлення [7]. Така позиція громадян перешкоджає розвитку вітчизняного ринку інвестиційних послуг і спричиняє проблеми ліквідності економічних суб'єктів — одночасно надлишок коштів у домогосподарств і нестачу в емітентів цінних паперів. Максимальна відкритість і прозорість діяльності інвестиційних управлінців вкупі з високими результатами цієї діяльності здатні значно покращити ситуацію.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ НАУКОВИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Значення інформаційної прозорості для окремих емітентів та фондового ринку в цілому неодноразово підкреслювалися у державних програмах [8], дослідженнях інформаційних агентств [11; 12] та працях вітчизняних науковців [1; 2; 4; 5; 10]. Що стосується ринку спільного інвестування, то роль прозорості й розк-

риття інформації у підвищенні репутації інвестиційних управлінців і забезпеченні таким чином приплив коштів вважається інтуїтивно зрозумілою. Проте факт впливу інформаційної прозорості на поведінку вітчизняних інвесторів, інститутів спільного інвестування потребує обґрунтування та емпіричного підтвердження. Такі дані дозволять компаніям з управління активами вірно оцінити наслідки нерозкриття інформації й обґрунтовано використовувати інформаційну прозорість у якості ефективного інструменту залучення коштів приватних інвесторів.

## ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою даної роботи є перевірка гіпотези про існування зв'язку між рівнем інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування і ступенем їхньої привабливості для громадян засобами кореляційно-регресійного аналізу.

## РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Задля досягнення поставленої мети автором було проведено дослідження ринку спільного інвестування, об'єктами якого стали 27 найбільш крупних інвестиційних фондів відкритого типу. На формування вибірки вплинули наступні міркування: 1) досліджувана сукупність має бути однорідною, а логіка діяльності ІСІ

різних типів робить їх не порівнюваними між собою; таким чином, аналіз має проводитися в розрізі окремих типів інвестиційних фондів; 2) статистика діяльності відкритих інститутів спільного інвестування є найбільш повною; 3) відсутність обмежень на ліквідність цінних паперів відкритих інвестиційних фондів (продаж/викуп відбувається кожного робочого дня) дозволяють якнайкраще прослідкувати поведінку інвесторів.

Перелік досліджуваних змінних включає показники прозорості інвестиційних фондів й активності інвесторів на ринку спільного інвестування, а саме:

- індекс прозорості інститутів спільного інвестування як кількісна міра рівня розкриття суттєвої інформації;
- квартальні значення обсягів та частки вкладень фізичних осіб у загальній вартості чистих активів фонду;
- кількість цінних паперів ІСІ в обороті та темпи їхньої зміни;
- суми абсолютних значень часток залучених коштів від вартості чистих активів.

У якості джерел даних було використано інформаційні ресурси саморегулювальної організації ринку спільного інвестування, яка об'єднує інвестиційних керівників та компанії з управління активами — Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу ([www.uaib.com.ua](http://www.uaib.com.ua)), проекту Investfunds ([www.investfunds.com.ua](http://www.investfunds.com.ua)), а також власні розрахунки індексу прозорості інститутів спільного інвестування, методика та основні результати яких наведено у роботі [3].

На жаль, сучасний стан розвитку системи біржового обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування не дозволяє визначити механізм впливу інформаційної прозорості на функціонування цієї системи. Надзвичайно мала кількість даних унеможливує по-

**Таблиця 1. Показники зв'язку між індексом прозорості та обсягами і часткою вкладень фізичних осіб у ВЧА ІСІ**

Регресант (y)	Регресор (x)	Коефіцієнт кореляції	R <sup>2</sup>	P-value	Кількість спостережень
Середнє квартальне значення обсягу вкладень фізичних осіб у ІСІ відкритого типу ІСІ у І кв. 2008 р.	Індекс прозорості ІСІ	0,686	0,471	0,01376	12
Середнє квартальне значення обсягу вкладень фізичних осіб у ІСІ відкритого типу ІСІ у ІІ кв. 2008 р.		0,672	0,452	0,00118	20
Середнє квартальне значення обсягу вкладень фізичних осіб у ІСІ відкритого типу ІСІ у ІІІ кв. 2008 р.		0,693	0,481	0,00049	21
Середнє значення обсягу вкладень фізичних осіб у ІСІ відкритого типу за 3 квартали 2008 р.		0,787	0,619	0,00238	12
Середнє квартальне значення обсягу вкладень фізичних осіб у ІСІ відкритого типу ІСІ у ІІ кв. 2009 р.		0,661	0,437	0,00044	24

будову достовірних регресійних моделей і статистичних оцінок. Наведені результати стосуються лише первинного ринку цінних паперів інститутів спільного інвестування.

У процесі побудови й оцінювання якості отриманих регресійних моделей до уваги приймалися наступні статистики.

1. Коефіцієнт кореляції — показник тісноти лінійного зв'язку між досліджуваними величинами.
2. Коефіцієнт детермінації — частина варіації однієї змінної, пояснена за допомогою іншої або кількох інших змінних. Дорівнює квадрату множинного коефіцієнта кореляції або, у випадку простої лінійної регресії, коефіцієнта кореляції між двома досліджуваними параметрами.
3. P-value — міра значущості незалежного фактора. Порівняння показника P-value із обраним рівнем значущості (наприклад,  $\alpha = 0,05$ ), а саме ситуація, за якої  $P < \alpha$ , дозволяє зробити висновок про значущість коефіцієнтів регресії.
4. Обсяг вибірки для оцінки достовірності експериментальних даних.

Результати проведеного регресійного аналізу свідчать, що довіра пересічного інвестора до КУА, втілена у дію і виражена в обсязі грошових коштів, переданих в управління, тісно пов'язана із рівнем інформаційної прозорості (табл. 1).

Таким чином, можна зробити висновок, що громадяни голосують грошима за ІСІ із вищим рівнем прозорості.

Іншим важливим показником, що характеризує поведінку і настрої інвесторів, є кількість і вартість цінних паперів ІСІ в обороті, динаміка їхньої зміни. Наявність і параметри виявленої залежності відображено у табл. 2.

**Таблиця 2. Показники зв'язку між індексом прозорості та активністю торгів цінними паперами ІСІ на первинному ринку спільного інвестування**

Регресант (y)	Регресор (x)	Коефіцієнт кореляції	R <sup>2</sup>	P-value	Кількість спостережень
Сума абсолютних значень (по модулю) часток залучених коштів від ВЧА ІСІ за період початок ІІІ – ІV кв. 2008 р.	Індекс прозорості ІСІ	-0,54	0,292	0,01142	21
Сума абсолютних значень (по модулю) часток залучених коштів від ВЧА ІСІ за період початок ІІІ кв. 2008 р. – І кв. 2009 р.		-0,463	0,214	0,03451	21
Сума абсолютних значень (по модулю) часток залучених коштів від ВЧА ІСІ за період початок ІІІ – 2008 р. – ІІ кв. 2009 р.		-0,441	0,195	0,04528	21

Непов'язаність обсягів і динаміки кількості цінних паперів ІСІ в об'їгу із рівнем інформаційної прозорості зумовлюється, насамперед, незіставністю їхньої вартості (різний номінал). Проте скоригованість даного показника на рівень цін дозволяє встановити існування зв'язку із розкриттям інформації, причому насамперед у ті періоди часу, коли спостерігалася одна тенденція для всього ринку — в даному випадку одночасний відтік коштів з усіх ІСІ вибірки. До речі, саме наслідками кризи і панічними настроями інвесторів пояснюється обернений характер зв'язку між рівнем інформаційної прозорості й абсолютними обсягами залучених коштів за період. Тому можна впевнено припустити, що високий рівень транспарентності допомагає втримати кошти інвесторів у ІСІ і сприятиме їхньому залученню на зростаючому ринку.

Хоча, як показано вище, інформаційна прозорість є важливим фактором приваблення інвестора, проте не єдиним, що впливає на його поведінку. Вагомим чинником, що впливає на активність залучення коштів населення, є результати діяльності з управління активами (табл. 3).

З огляду на отримані результати постає питання про порівняння впливу визначених суттєвих факторів на поведінку інвесторів з приводу купівлі/продажу цінних паперів ІСІ і побудови моделі такої поведінки.

У табл. 4 наведено статистики регресійної моделі, що пояснює активність інвесторів відкритих ІСІ на первинному ринку відносно параметрів інформаційної прозорості й результатів управління активами фондів. Отримані регресійні моделі й незалежні змінні є значущими.

Для порівняння факторів за ступенем їхнього впливу було використано підхід порівняння коефіцієнтів регресії відносно стандартизованих змінних, що розраховуються таким чином:

$$y_i^* = \frac{y_i - \bar{y}}{\sigma_y}, \quad i = \overline{1, n},$$

де  $\bar{y}$  — середнє значення залежної змінної;  $\sigma_y$  — середньоквадратичне відхилення залежної змінної, — номер спостереження;

**Таблиця 3. Показники зв'язку між часткою вкладень фізичних осіб у ВЧА ІСІ та результатами діяльності ІСІ**

Регресант (y)	Регресор (x)	Коефіцієнт кореляції	R <sup>2</sup>	P-value	Кількість спостережень
Середнє значення обсягу вкладень фізичних осіб в ІСІ відкритого типу за III кв. 2008 р. — I кв. 2009 р.	Середня денна доходність у 2008 році	-0,531	0,282	0,01096	22
	Середня волатильність за 2008 рік	0,552	0,305	0,00777	22
	Коефіцієнт Шарпа* за 2008 рік	-0,556	0,309	0,00724	22

\*Коефіцієнт Шарпа — показник ефективності управління активами ІСІ, що розраховується як відношення різниці доходності ІСІ та доходності гарантованого безризикового вкладення до ризику (волатильності активів) ІСІ.

**Таблиця 4. Показники зв'язку між часткою вкладень фізичних осіб у ВЧА ІСІ, індексом транспарентності та результатами діяльності ІСІ**

Регресант (y)	Регресор (x <sub>1</sub> )	Регресор (x <sub>2</sub> )	Множинний R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	Значущість F	P-value (1)	P-value (2)	Кількість спостережень
Середнє значення обсягу вкладень фізичних осіб в ІСІ відкритого типу за III–IV кв. 2008 р.	Індекс транспарентності	Середня денна доходність у 2008 році	0,663	0,439	0,00412	0,04461	0,03547	22
		Середня волатильність за 2008 рік	0,663	0,44	0,0041	0,0629	0,03481	22
		Коефіцієнт Шарпа за 2008 рік	0,668	0,446	0,00366	0,04906	0,03097	22

**Таблиця 5. Ступінь впливу транспарентності й результатів діяльності ІСІ на поведінку інвестора**

Регресант (y*)	Регресор (x <sub>1</sub> *)	Регресор (x <sub>2</sub> *)	Коефіцієнт при x <sub>1</sub> *	Коефіцієнт при x <sub>2</sub> *
Середнє значення обсягу вкладень фізичних осіб в ІСІ відкритого типу за III – IV кв. 2008 р.	Індекс транспарентності	Середня денна доходність у 2008 році	-0,394	-0,414
		Середня волатильність за 2008 рік	-0,369	0,425
		Коефіцієнт Шарпа за 2008 рік	-0,384	-0,426

$$x_{ij}^* = \frac{x_{ij} - \bar{x}_j}{\sigma_{x_j}}, \quad i = \overline{1, n}, \quad j = \overline{1, k-1},$$

де  $\bar{x}_j$  — середнє значення  $x_j$  — незалежної змінної;  $\sigma_{x_j}$  — середньоквадратичне відхилення  $x_j$  — незалежної змінної.

Коефіцієнти регресії відносно стандартизованих змінних, які є мірою впливу незалежних змінних, наведено у табл. 5.

Нагадаю, що обернений характер зв'язку між залежною та незалежними змінними пояснюється від'ємними значеннями показника обсягу вкладень фізичних осіб за досліджуваний період, який також можна трактувати як обсяг відтоку коштів з ІСІ.

Отримані результати дозволяють зробити висновок, що при виборі інвестиційного фонду інвестор керуєть-

ся обсягом доступної інформації майже тією мірою, що і показниками минулої дохідності, ризику і якості управління активами ІСІ.

### ВИСНОВКИ

Проведене дослідження показало існування суттєвої залежності показників інвестиційної активності громадян України на ринку спільного інвестування від рівня інформаційної прозорості ІСІ. Такі результати мають примусити інвестиційних управлінців всерйоз задуматися над підвищенням якості й обсягів розкриття суттєвої інформації, котрі на сьогодні, на жаль, залишаються на досить невисокому рівні. Підвищення рівня інформаційної прозорості інвестиційних фондів здатно призвести до значного економічного ефекту для управляючої компанії, виступаючи у якості засобу стимулювання притоку коштів, а отже — і збільшення винагороди компанії за послуги з довіреного управління.

Зважаючи на значення отриманих результатів для практики діяльності компаній з управління активами і регулювання такої діяльності у сфері інформаційного розкриття, доцільним буде проведення подальших досліджень із порівняння впливу інформаційної прозорості, інших показників і результатів діяльності ІСІ та КУА на їхню привабливість для інвесторів із використанням інших методів аналізу, додаткових параметрів, змін даних у часі тощо.

### Література:

- Баула О.В. Напрями оптимізації інформаційної складової вітчизняного фондового ринку в умовах глобалізації економіки [Електронний ресурс]: (Підсумки конференції "Наука і технології: крок в майбутнє — 2010") / О.В. Баула. — Режим доступу: [http://www.rusnauka.com/6\\_NITSB\\_2010/Economics/60011.-doc.htm](http://www.rusnauka.com/6_NITSB_2010/Economics/60011.-doc.htm)
- Блага Н.В. Інформаційна прозорість фондового ринку України / Н.В. Блага // *Фінанси України*. — 2005. — №3. — С. 90—95.
- Камінський А.Б. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / А.Б. Камінський, Я.В. Соломка // *Фінанси України*. — 2010. — №3. — С. 74—81.
- Кондрашихін А.Б. Інформаційне забезпечення участі громадян на фінансовому ринку / А.Б. Кондрашихін, Т. І. Горенко // *Фінанси України*. — 2004. — № 4. — С. 106—110.
- Лазаришина І. Д. Прозорість — якісна характеристика корисності фінансової інформації / І.Д. Лазаришина // *Фінанси України*. — 2003. — №9. — С. 113—118.
- Леонов Д.А. Перспективні напрямки розвитку інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні / Д.А.Леонов, Є.М. Смаглюк // *Фінанси України*. — 2007. — № 2. — С. 56—68.
- Портрет потенційного інвестора інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів. Дослідження Інституту соціальної та політичної психології АПН України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/373/22/Portret%20investora-2008.ppt>
- Розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р "Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0>
- УАІБ: Аналітичний огляд ринку не венчурних ІСІ в Україні (4 квартал 2009 року) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1236/18/Q4%202009.pdf>
- Ховрак І.В. Розкриття інформації і прозорість корпоративних структур [Електронний ресурс] / І.В. Ховрак // *Ежемесячный научно-практический журнал Крымского отделения Академии экономических наук Украины*. — 2009. — № 27. — С. 19—22. — Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/portal/soc\\_gum/Ekonk/2009\\_27/econ\\_27\\_2009.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Ekonk/2009_27/econ_27_2009.pdf)
- Global Investor Opinion Survey: Key Findings. July 2002 [Електронний ресурс] / McKinsey and Global Corporate Governance Forum. — Режим доступу: <http://www.mckinsey.com/client/service/organization-leadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>
- Investors on Risk. The Need for Transparency [Електронний ресурс] / Ernst & Young. — Режим доступу: [http://www.ey.com/publications/items/brs/investors\\_on\\_risk/en.pdf](http://www.ey.com/publications/items/brs/investors_on_risk/en.pdf)

*Стаття надійшла до редакції 25.06.2010 р.*

## ПЕРЕДПЛАТА

**ВИДАННЯ МОЖНА ПЕРЕДПЛАТИТИ З БУДЬ-ЯКОГО МІСЯЦЯ!**  
— ЧЕРЕЗ РЕДАКЦІЮ (ТЕЛ. 458-10-73);

— ЧЕРЕЗ ДП "ПРЕСА"  
(У КАТАЛОЗІ ВИДАНЬ УКРАЇНИ);

— ЧЕРЕЗ ПЕРЕДПЛАТНІ АГЕНТСТВА: "САММІТ", "ІДЕЯ", "БЛІЦ ІНФОРМ", "KSS", "МЕРКУРІЙ", "ПРЕСЦЕНТР", "ВСЕУКРАЇНЬСКА ПЕРЕДПЛАТНА АГЕНЦІЯ", "ФЛОРА", "ПЕРІОДИКА", "КОБЗАР", "ДІАДА", "ДОНБАС ДЕ-ЮРЕ", "ДІЛОВА ПРЕСА", "ФАКТОР"