

МЕТОДИКА ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ

Володимир
Рудой,
здобувач
ДУ «Інститут
економіки
та прогнозування»
НАН України»

Особлива економічна та правова природа послуг з управління активами інституційних інвесторів визначають необхідність використання своєрідних підходів щодо оцінки ефективності такої діяльності. Єдність та розбіжність на суб'єктному рівні, своєрідний, особливий характер інвестиційних рішень в процесі управління активами інституційних інвесторів фактично унеможливають використання загальноприйнятих критеріїв ефективності до цього виду фінансових послуг.

Найбільш вагомими науковими роботами у сфері діяльності інституційних інвесторів є праці таких класиків як У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, В.Дж. Бейлі, Ф. Фабоцці, Ф. Девіс, у яких сформульовано основоположні принципи, що не втратили своєї актуальності і в сучасних умовах. Серед українських науковців цю тему досліджують В. Корнеєв [6,7], Д. Леонов [8], Ю. Коваленко [4,5], А. Федоренко [16] та інші.

Незважаючи на ґрунтовність проведених досліджень, на сучасному етапі як в науковій фінансовій літературі, так і на рівні регуляторних органів та саморегулювальних організацій відсутні єдині підходи до питання встановлення та використання критеріїв ефективності діяльності управління активами інституціональних інвесторів. Ці важливі питання вимагають наукового обґрунтування та розроблення комплексного показника, який би дозволяв оцінити ефективність надання відповідної фінансової послуги та враховував особливості її економічної та правової природи. Вони вимагають наукового обґрунтування та практичного вирішення, що обумовило актуальність даної статті.

Метою статті є розгляд методики оцінки ефективності управління активами інституційних інвесторів та дослідження проблеми розвитку цих послуг в Україні.

Слід зазначити, що розробка та обґрунтування методики ефективності

управління активами інституційних інвесторів полягає у наступному:

- аналіз існуючих підходів до питання визначення ефективності в інвестиційних процесах, взагалі та управління активами як фінансової послуги – зокрема;
- детермінація відсутніх та неповноцінних компонентів існуючих в Україні на цей час методик оцінки ефективності управління активами інституційних інвесторів;
- розроблення загальних принципів побудови методики оцінки ефективності управління активами інституційних інвесторів;
- встановлення кількісних та якісних критеріїв ефективності управління активами інституційних інвесторів;
- визначення адаптивності розробленої методики до умов ринку послуг з управління активами України.

Зазначимо, що питання ефективності управління активами інституційних інвесторів в економічній літературі розкривається надто рідко. Більшість сучасних наукових робіт в галузі фінансів мікрорівня акцентують увагу на питаннях ефективності управління активами підприємства та орієнтуються при цьому на цілий ряд кількісних показників, насамперед, коефіцієнти. Інші науковці концентрують увагу суто на питаннях ефективності управління портфелем фінансових активів, фактично ототожнюючи її з ефективністю управління активами. Багато авторів виділяють групу фінансових коефіцієнтів

– управління активами – які, на їх думку, дозволяють оцінити ефективність управління активами підприємства (роботи І. Бланка [1], А. Ковальова, А. Поддєрьогіна, В. Суторміної та ін.).

А відтак, у процесі побудови методики оцінки ефективності управління активами інституціональних інвесторів одним із визначальних факторів є встановлення суб'єкта, який здійснює оцінку. В найбільш формалізованому підході до таких суб'єктів можна віднести:

- державу в особі окремих регуляторів;
- оферент послуги з управління активами;
- споживачів цієї фінансової послуги;
- інвесторів, що скористалися послугами інституційних фінансових посередників (кінцевих вигодонабувачів).

Виходячи з таких позицій, методика оцінки ефективності управління активами має бути універсальною, тобто, відповідати вимогам усіх наведених суб'єктів, але, в більшій мірі орієнтуватися на потреби інвесторів як власників кінцевих заощаджень. Обговорюючи цілі, які можуть висуватися державою, власниками оферента послуги з управління активами та інвесторами до методики оцінки такої діяльності слід розуміти, що про консенсус можна говорити лише у обмеженому колі випадків, найчастіше

мова йтиме про певний конфлікт інтересів.

Базові установки, що характеризують підходи різних суб'єктів до питання ефективності управління активами інституційних інвесторів, можна виділити абсолютно різні кількісні критерії, які гіпотетично можуть слугувати для визначення ефективності діяльності з управління активами. При цьому суттєві відмінності спостерігаються і в оцінці ресурсів, які вкладаються для досягнення певних результатів.

Зокрема, в той час як інвестори та споживачі послуг зацікавлені у скороченні винагороди, яка виплачується компанії з управління активами, оферент цієї послуги намагається максимізувати її розмір. Схематично, ресурси суб'єктів та очікуваний матеріальний ефект можна представити наступним чином (рис. 1).

Зазначимо, що в Україні ренкінг оферентів послуги управління активами ІСІ та НПФ на регулярній основі проводиться саморегулювальною організацією, що об'єднує представників цього сегменту ринку фінансових послуг, – Українською асоціацією інвестиційного бізнесу. Зазначимо, цей ренкінг компаній з управління активами передбачає розподіл компаній за видом інституційних інвесторів (інститути спільного інвестування чи недержавні пенсійні фонди), і в своїй основі орієнтується на наступні показники:

	Ресурси	Матеріальний ефект
Держава	Державні послуги	Податкові надходження
Оферент послуги	Виробничі та адміністративні витрати на здійснення діяльності	Винагорода за управління активами
Споживач послуги	Винагорода компанії з управління активами	Зменшення витрат та збільшення ефективності управління портфелем активів
Інвестор	Винагорода компанії з управління активами, трансакційні витрати	Зростання доходності інвестицій

Рис. 1. Кількісні критерії оцінки ефективності та вкладені ресурси в суб'єктному для послуги з управління активами інституційних інвесторів
Джерело: систематизовано автором

- абсолютна зміна вартості активів (для КУА ІСІ);
- абсолютна зміна вартості чистих активів (для КУА ІСІ);
- абсолютна зміна вартості активів НПФ в управлінні;
- кількість НПФ, що перебувають в управлінні.

Таким чином, цей дещо спрощений підхід до оцінки ефективності діяльності з управління активами інституційних інвесторів хоча і має право на життя, все ж потребує значного доопрацювання. Насамперед, загальна волатильність вітчизняного інвестиційного ринку призводить до того, що протягом року компанії можуть докорінно змінити власні позиції в ренкінгу. Зокрема, розглянемо перші 10 КУА за зміною вартості чистих активів ІСІ в управлінні за 2009 рік (табл. 1).

З погляду застосування державою певних критеріїв ефективності управління активами інституційних інвесторів необхідно звернути увагу на процедуру та зміст даних, які оприлюднюються оферентами таких послуг відповідно до чинного законодавства [13]. Хоча, з одного боку, оприлюднення такої інформації прямо не засвідчує ефективність здійснення діяльності з управління ак-

тивами інституційних інвесторів, з іншого, саме ці показники є певним орієнтиром для здійснення щодо оферента послуг регуляторних дій.

Формалізовано характеристику показників можна представити наступним чином (табл. 2).

Як видно з табл. 2, державою висуваються стандартні вимоги щодо звітності осіб, які надають послуги з управління активами. При цьому, з акцентом на оприлюднення розміру статутного та власного капіталу (які, фактично, виступають чи не єдиним базовим показником) та форм фінансової звітності №2 «Баланс», №3 «Звіт про фінансові результати» та №5 «Звіт про власний капітал».

На даний час нормативно-правовою базою врегульовано питання про оприлюднення інформації оферентами послуги з управління активами інституційних інвесторів щодо результатів такої діяльності. Отже, в цьому випадку інформаційний акцент переноситься з рівня управляючого активами на рівень споживача цієї фінансової послуги. Оцінка можливостей використання офіційної інформації для детермінації ефективності діяльності з управління активами інституційних інвесторів наведена у наступній табл. 3.

Таблиця 1

**Ренкінг компаній з управління активами за окремими показниками
за методикою Української асоціації інвестиційного бізнесу**

Вартість чистих активів ІСІ, 1 кв. 2009	Вартість чистих активів ІСІ, 4 кв. 2009	Зміна вартості чистих активів ІСІ, 2009 рік
ТОВ «КУА «Ай К'ю-Технолоджи»	ТОВ «КУА «Ф'южн Капітал Партнерз»	ТОВ КУА «Будівельні проекти»
ТОВ «КУА «Менеджмент сервіс»	ТОВ «КУА «Менеджмент сервіс»	ТОВ КУА «Смарт Систем АМ»
ЗАТ КУА «Академія Інвестментс»	ПрАТ «КІНТО»	ТОВ КУА «Менеджмент сервіс»
ВАТ «КІНТО»	ТОВ «КУА «Прем'єр есет менеджмент»	ТОВ КУА «Сварог Есет Менеджмент»
ТОВ «КУА»ІТТ-менеджмент»	«КУА «Фінансовий актив»	ТОВ «КУА Бізнесінвестресурс»
ТОВ «Родовід Есет Менеджмент»	ТОВ»КУА»ІТТ-менеджмент»	ТОВ КУА «Ф'южн Капітал Партнерз»
ТОВ «КУА «Інвестиційний капітал Україна»	ТОВ «КУА «Інвестиційний капітал Україна»	ТОВ КУА «Фоззі Капітал»
ТОВ «КУА «Український інвестиційний капітал»	ТОВ «КУА «ПФМ»	ТОВ «ВІП»
ТОВ «ФК «Івеста»	ЗАТ КУА «Академія Інвестментс»	ТОВ КУА «ПФМ»
ТОВ «КУА «Своп»	ТОВ «Родовід Есет Менеджмент»	ТОВ КУА «Пріоритет Фінанс»

Джерело: систематизовано автором за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу

Таблиця 2

Оцінка можливостей використання даних офіційної звітності осіб, що здійснюють діяльність з управління активами, в якості критеріїв ефективності

№ з.п.	Періодичність	Показники	Оцінка в якості критерію ефективності
1	Місячна інформація	1. Розмір статутного та власного капіталу. 2. Перелік інституційних інвесторів, щодо яких здійснюється управління активами	Статутний та власний капітал характеризують здатність КУА відповідати за своїми зобов'язаннями. Перелік інституційних інвесторів дає можливість оцінити тільки положення офферента на ринку відповідних послуг
2	Квартальна	1. Місячна інформація. 2. Форма № 2 «Баланс». 3. Форма №3 «Звіт про фінансові результати»	Використання форми №2 створює передумови для визначення стандартних коефіцієнтів, які оцінюють фінансово-господарський стан будь-якого економічного агента
3	Річна	1. Місячна інформація. 2. Форма № 2 «Баланс». 3. Форма №3 «Звіт про фінансові результати». 4. Форма № 5 «Звіт про власний капітал». 4. Аудиторський висновок.	Оприлюднення форми № 5 як і у випадку з місячною звітністю дає можливість оцінити гарантійні можливості власного та статутного капіталу Аудиторський висновок – оцінка фінансово-господарського стану спеціалізованим суб'єктом

Джерело: систематизовано автором

Таблиця 3

Оцінка можливостей використання даних звітності щодо результатів управління активами ІСІ та НПФ в якості критеріїв ефективності

№ з.п.	Вид інституційного інвестора	Режим	Інформація, що оприлюднюється
1	Інститути спільного інвестування	1. Щоденна 2. Щоквартальна 3. Щорічна	1. Вартість чистих активів. 2. – інформація про ІСІ; - довідка про ВЧА; - довідка про щоденну звітність. 3. – інформація про ІСІ; - довідка про ВЧА; - довідка про винагороду КУА; - довідка про склад та розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів ІСІ; - Форма № 2 «Баланс», №3 «Звіт про фінансові результати», №4 «Звіт про рух грошових коштів», № 5 «Звіт про власний капітал».
2	Недержавні пенсійні фонди	1. Щоквартальна 2. Щорічна	Інформація про показники діяльності: - чиста вартість активів; - чиста вартість одиниці пенсійних внесків; - сукупний прибуток (збиток) від інвестування пенсійних активів; - сукупна винагорода суб'єктам, що надають послуги фонду, яка виплачується за рахунок пенсійних активів; - коефіцієнт навантаження.

Примітка: наводиться лише та інформація із переліку вимог, яка, на нашу думку, може бути використана для оцінки ефективності діяльності з управління активами. Джерело: систематизовано автором за [10,12]

Порівнюючи дані табл. 2 і табл. 3, можна зробити висновок, що держава як регулятор встановила доволі «м'які» вимоги щодо осіб, які здійснюють діяльність з управління активами інституційних інвесторів, в питанні оприлюднення інформації, на основі якої можна визначити ефективність таких фінансових послуг. Зокрема, щодо управління активами інститутів спільного інвестування привертають увагу наступні особливості:

- по-перше, єдиним розрахунковим показником, що може бути використаний в процесі встановлення ефективності управління активами, є вартість чистих активів ІСІ;

- по-друге, ні щоденна, ні квартална інформація не дають можливості використати інші показники для оцінки ефективності управління активами, оскільки склад такої інформації не передбачає оприлюднення показників, що відповідають вимогам;

- по-третє, найбільш повною є річна інформація, проте, така повнота досягається виключно за рахунок оприлюднення стандартних форм фінансової звітності суб'єктів господарювання і не враховує особливостей діяльності з управління активами ІСІ.

Інакше характеризується система оприлюднення інформації щодо діяльності недержавного пенсійного фонду.

До головних її особливостей можна віднести:

- значно ширше коло показників, які безпосередньо характеризують ефективність управління активами НПФ, зокрема, чиста вартість одиниці пенсійних внесків, прибуток, що отриманий від інвестування пенсійних активів;

- послуга довгострокових пенсійних заощаджень суттєво відрізняється від спільного інвестування за своєю природою, відповідно, порівнювати навіть однакові показники (наприклад, вартість чистих активів) не зовсім коректно.

З врахуванням викладеного вище комплексна оцінка ефективності діяльності з управління активами інституційних інвесторів має здійснюватися із врахуванням наступних факторів (рис. 2).

Як видно з рис. 2, пропонується, щоб комплексна оцінка ефективності діяльності з управління активами проводилася з врахуванням впливу наступних факторів:

1. Конкурентна позиція оферента послуг на відповідному сегменті ринку фінансових послуг в Україні – характеризує місце компанії з управління активами на ринку, його динаміку, привабливість встановлених кількісних та якісних параметрів послуг з управ-



Рис. 2. Складові комплексної оцінки ефективності діяльності з управління активами інституціональних інвесторів

Джерело: розроблено автором

ління активами з погляду інституціональних інвесторів-споживачів.

2. Конкурентна позиція інституціональних інвесторів, активи яких управляються КУА, на ринку фінансових послуг характеризує місце та роль фінансових посередників в процесах формування та використання заощаджень, відповідність їх фінансових інструментів та послуг потребам потенційних інвесторів.

3. Фінансово-господарський стан оферента послуг з управління активами – відображує загальні результати діяльності КУА, здатність компанії за рахунок надання відповідних послуг забезпечувати досягнення позитивних результатів (насамперед, формування добробуту власників).

4. Результати діяльності інституціональних інвесторів – відображають

ефективність діяльності ІСІ та НПФ, насамперед, з позиції інвесторів – учасників ПФ, акціонерів КІФ та учасники недержавного пенсійного забезпечення.

5. Витрати на здійснення діяльності з управління активами – характеризують ресурси, що витрачаються інституціональними інвесторами в якості плати за послуги за надання відповідних фінансових послуг.

Виділення наведених вище складових комплексної оцінки ефективності діяльності з управління активами дає можливість обґрунтувати використання кількісних показників, які, на нашу думку, найбільш повно відображають сутнісні сторони окремих складових. Результати аналізу та обґрунтування наведені у наступній табл. 4.

Таблиця 4

Кількісні показники, що відображають складові комплексної оцінки ефективності діяльності з управління активами

№ з.п.	Складові оцінки	Показники	Обґрунтування
1	Конкурентна позиція оферента послуг на відповідному сегменті ринку фінансових послуг в Україні	Кількість ІСІ та НПФ, активами яких управляє відповідна КУА	Відображає загальну кількість інституційних інвесторів, активи яких управляються КУА
2	Конкурентна позиція інституціональних інвесторів, активи яких управляються КУА	Частка чистих активів ІСІ в загальному об'ємі активів	Позиція інституціональних інвесторів на ринку відповідних послуг
		Частка пенсійних активів в управлінні в загальному об'ємі пенсійних активів	
		Приріст чистих активів ІСІ або пенсійних активів НПФ за період	
3	Фінансово-господарський стан оферента послуг з управління активами	Коефіцієнт прибутковості власного капіталу	Характеризують ефективність фінансової та інвестиційної політики КУА, віддачу власникам від її діяльності
		Коефіцієнти фінансової незалежності	
		Коефіцієнти оборотності активів	
4	Результати діяльності інституціональних інвесторів	Розмір чистих активів ІСІ	Характеризує ефективність та результативність управління активами ІСІ та НПФ
		Доходність фінансових інструментів ІСІ	
		Вартість активів НПФ в управлінні	
5	Витрати на здійснення діяльності з управління активами	Дохід від інвестування пенсійних активів	Абсолютний показник витрат на здійснення послуги з управління активами
		Винагорода КУА ІСІ та НПФ, що виплачується за рахунок активів інституційних інвесторів	
		Співвідношення винагороди КУА та вартості чистих активів ІСІ або активів НПФ	Розмір витрат на управління активами на одиницю отриманого результату у грошовому еквіваленті

Джерело: систематизовано автором

Як видно з табл. 4, слід зазначити, що якщо використовувати вказані показники окремо, вони не відображатимуть комплексної оцінки ефективності діяльності з управління активами. Відповідно, зважаючи на структуру показників та їх параметри, доцільно розрахувати єдиний рейтинг, який базуватиметься на врахуванні динаміки усіх визначених вище показників за річний період (при цьому, необхідні зміни до існуючих механізмів оприлюднення інформації будуть обґрунтовані нижче). Зазначимо, що вказану методику необхідно використовувати окремо для осіб, здійснюють управління активами НПФ, та осіб, які управляють активами ІСІ. При цьому, якщо оферент одночасно управляє активами обох видів інституціональних інвесторів, оцінка ефективності відбувається окремо для ІСІ та недержавних пенсійних фондів.

Слід зазначити, що поетапно використання зазначених показників можна описати наступним чином:

1. Оферент послуги з активами отримує за кожним із показників рейтинг, що відповідає його місцю в загальному списку осіб, що здійснюють управління активами, за вказаним показником.

2. Для показника прибутковості власного капіталу можливі випадки (сформовані збитки) коли розрахунок провести неможливо. Тоді особі, що управляє активами інституційних інвесторів присвоюється рейтинг, що відповідає останньому місцю.

3. Кінцевий рейтинг розраховується як сума місць, що отримані оферентом послуги з управління активами, за кожним із розрахункових показників.

4. Оприлюдненню в офіційних виданнях Державної комісії цінних паперів та фондового ринку та Держфінпослуг підлягає інформація про рейтингування оферентів послуги з управління активами, структура рейтингу (за окремими показниками) та місце в попередньому річному списку.

ВИСНОВКИ

Отже, комплексний характер ефективності управління активами інституціональних інвесторів формується на

перетині інтересів наступних суб'єктів: інвестор, оферент послуги, споживач послуги. А відтак можна зробити висновки, що використання методики оцінки ефективності управління активами інституційних інвесторів можливе лише у випадку розробки та впровадження комплексних змін у регулюванні діяльності з управління активами.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Бланк И.А.* Инвестиционный менеджмент: Учебный курс / И.А. Бланк. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.;

2. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» № 1057-IV від 09 липня 2003 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. - Назва з екрана.

3. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» № 2299-III від 15 березня 2001 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України.

4. *Коваленко Ю.М.* Схема розміщення активів інституційного інвестора / Ю.М. Коваленко // Науковий вісник Національної академії державної податкової служби України (економіка, право).- Ірпінь, 2007.- 2 (37). - С.64-73

5. *Коваленко Ю.М.* Портфельні теорії кризь призму сучасних кризових явищ/ Ю.М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №8 (110). – С.5-9.

6. *Корнєєв В. В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках: монографія / Корнєєв В. В. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.

7. *Корнєєв В.В.* Модифікація форм фінансового посередництва в Україні / В.В. Корнєєв //Фінанси України. – 2008. – № 1. – С. 77-85

8. *Леонов Д.* Регулювання недержавних пенсійних фондів: міжнародні принципи та українські реалії / Д. Леонов // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 3- 4. – с. 55-80.

9. Положення про порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного)//

Рішення ДКЦПФР № 340 від 11 серпня 2004 року.

10. Положення про оприлюднення інформації про діяльність недержавного пенсійного фонду // Розпорядження ДКРРФП №1218 від 23 жовтня 2008 року

11. Положення про винагороду за надання послуг з управління активами недержавного пенсійного фонду // ДКЦПФР № 335 від 11 серпня 2004 року

12. Положення про порядок складання та розкриття інформації компанією з управління активами про результати діяльності та розрахунок вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) // Рішення ДКЦПФР №216 від 1 серпня 2002 року.

13. Положення про порядок подання інформації щодо фінансових показ-

ників діяльності осіб, які дійсноють діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) // Рішення №520 ДКЦПФР від 4 жовтня 2005 року

14. Положення про оприлюднення інформації про діяльність недержавного пенсійного фонду // Розпорядження Держкомфінпослуг України №1218 від 23 жовтня 2008 року

15. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями / *Фабоцци Ф.*; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.

16. *Федоренко А.* Об'єкти та процедури інвестування коштів недержавних пенсійних фондів / *А. Федоренко* // *Фінансовий ринок України.* – 2007. – № 1(39). – С. 17.