

ІНВЕСТИЦІЙНІ ФОНДИ ЯК ПРОВІДНА ФОРМА ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

**Тетяна
Майорова,**
к. е. н., доцент,
завідувач кафедри
банківських
інвестицій
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»,

Розвиток інститутів спільного інвестування (ІСІ), серед яких провідну роль відіграють інвестиційні фонди (ІФ), є необхідною передумовою активізації інвестиційної діяльності інших суб'єктів господарювання. Акумуляючи значні обсяги фінансових ресурсів, інвестиційні фонди позитивно впливають на кругообіг капіталу в процесі розширеного відтворення, розвиток виробництва, торгівлі та інших сфер економіки. Особливо важлива їх роль у переміщенні грошових заощаджень домашніх господарств в оборот ділових підприємств. Ці заощадження є найбільшим джерелом інвестицій в економіку, проте вони перебувають у величезній кількості власників, індивідуальні розміри яких є невеликі, отже перерозподілити їх без посередників було б технічно неможливо.

Перший в світі інвестиційний фонд був створений у серпні 1822 року у Бельгії. Однак значне поширення інвестиційні фонди набули лише після Другої світової війни, поступово складаючи конкуренцію банкам та іншим фінансовим інститутам. Класичним прикладом розвитку інвестиційних фондів до цього часу залишаються США, де на фондовому ринку функціонують понад 8 300 інвестиційних фондів, а загальна сума активів під управлінням досягла 10,8 трлн. дол., що становить 48% світового ринку. Навіть незважаючи на фінансову кризу 2007-2009 рр. гегемонія США у цій сфері залишилася загально визнаною. Так, за даними Комісії з цінних паперів США, у 2008 кризовому році світовий ринок інвестиційних фондів збільшився на 22,5%, що є максимальним показником з 2003 р. Слід зазначити, що зростання вартості чистих активів спостерігалось практично по всіх видах інвестиційних фондів. Максимальний результат був зафіксований по збалансованим фондам, активи яких додали у вазі 32,3% і досягли 2,1 трлн. дол. На 26,2% виросли активи фондів акцій, на які припадає більше 48% сукупної вартості світових чистих активів інвестиційних фондів [1].

Основою організації і функціонування сучасних інвестиційних фондів мож-

на вважати сучасну теорію портфельних інвестицій, що намагається вирішити проблему оптимального розподілу заощаджень економічного агента (модель поведінки інвестора) та теорію рівноваги фінансового ринку (модель оцінки капітальних активів (МОКА)). Автором портфельної теорії став лауреат Нобелівської премії Г. Марковіц, дослідження якого були розвинені та доповнені не менш відомими роботами М. Міллера (теорія «оптимальної структури капіталу»), Дж. Тобіна, В. Шарпа та інших дослідників. Г. Марковіц запропонував модель поведінки інвестора, у якій інвестиції оцінюють виключно за двома параметрами – очікуваною сподіваною прибутковістю і ризиком, який виражається стандартним відхиленням прибутковості. Ефективним вважають портфель, який забезпечує мінімальний рівень ризику для заданого рівня доходу, або максимальний сподіваний дохід при заданому рівні ризику. Модель оцінки капітальних активів («Capital Asset Pricing Model», CAPM) вперше була сформульована В. Шарпом у 1964 р., а також незалежно від нього Дж. Лінтнером і Ж. Моссе-ном. Ця теорія досить наближена до практики розвинутих фінансових і фондових ринків, де основними учасниками є великі фінансові інститути, для яких операційні витрати незначні порівня-

но із обсягами їх операцій, можливості для коротких продажів досить великі, доступ до ринкової інформації практично не обмежений [2, с.37]. На особливу увагу заслуговують дослідження напрямів діяльності інвестиційних фондів інших науковців – Д.Кідуелла, Р.Персона та Д.Блекуела [3].

Окремі теоретичні та практичні аспекти діяльності інвестиційних фондів були досліджені вітчизняними науковцями, такими як В.Вергун, О.Ступницький, В.Коверда, Т.Волковинська, О.Колесник, Т. Косова [4-7] та ін. Проте, як зазначається у Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011 – 2015 роки, однією із причин виникнення проблеми низької інвестиційної активності є нерозвиненість інвестиційного ринку та його інфраструктури [8]. Отже, виникає необхідність у подальшому поглибленому дослідженні сутнісних аспектів змісту діяльності інвестиційних фондів для визначення напрямів оптимізації їх ролі на вітчизняному інвестиційному ринку в умовах фінансово-економічної нестабільності.

Інвестиційний фонд (*англ. Investment fund*) як інститут спільного інвестування – це нова для українського інвестора можливість вкладення своїх заощаджень з метою їхнього примноження. Як фінансові посередники, такі фонди опосередковують пропозицію фінансових ресурсів з боку первинних донорів (або інвесторів) та пропозицію фінансових активів, здебільшого виражених у формі цінних паперів, — з боку реципієнтів (емітентів) через випуск та розміщення боргових інструментів. Окрім того, вони функціонують на ринку інструментів власності, що є механізмом, за допомогою якого здійснюється залучення фінансових ресурсів інвесторів в обмін на корпоративні права.

Активи інвестиційних фондів належать його інвесторам на правах спільної власності. Участь кожного інвестора в інвестиційному фонді підтверджується володінням цінними паперами цього фонду, а саме: інвестиційними сертифікатами чи акціями.

Управління активами інвестиційного фонду здійснює Компанія з управління активами (КУА), яка інвестує кошти фонду у цінні папери, депозити та інші фінансові активи з метою

збільшення вартості активів інвестиційного фонду. Професійне управління коштами фонду забезпечує зростання вартості активів фонду. Джерелами такого зростання можуть бути: зростання ринкової вартості активів, в які проінвестовано кошти фонду; дохід від торгівлі цінними паперами, які є в портфелі фонду; відсотки та дивіденди від активів, які є в портфелі фонду. Дохід кожного інвестора забезпечується зростанням вартості його частки в сукупних активах фонду.

Враховуючи вищезазначене, ми вважаємо, що сутнісну характеристику інвестиційних фондів варто розглядати з трьох сторін, а саме як:

1) *фінансова установа* – інститут спільного інвестування, який провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість;

2) *форма колективного інвестування*, яка передбачає об'єднання (залучення) грошових коштів індивідуальних інвесторів з метою отримання доходу;

3) *сукупні активи*, які формуються за рахунок коштів інвесторів (фізичних та юридичних осіб) з метою отримання прибутку від інвестування цих коштів у цінні папери, корпоративні права, нерухомість тощо.

Таке розмежування дає можливість виокремити основні переваги інвестування в інвестиційні фонди.

— *Оптимальність і широкі можливості вкладення*. Інвестиційний фонд, на відміну від індивідуальних інвесторів, акумулює великий обсяг коштів, що дозволяє йому інвестувати у великі проекти. Більш того, великий обсяг коштів дозволяє фонду через формування інвестиційного портфелю знизити ризик втрат і отримати більш високий та стабільний дохід.

— *Професійне управління коштами інвесторів*. Управління активами інвестиційного фонду здійснюють компанії з управління активами (КУА) – професійні менеджери, кваліфікація яких підтверджена сертифікатами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

— *Високий потенціал доходу*. Вкладення інвестиційних фондів в цінні

папери дають можливість дрібним інвесторам стати учасниками ринку з потенційно високим доходом, доступним лише великим інвесторам фондового ринку і ринку нерухомості.

— *Податкові пільги.* Кошти інвестора, що знаходяться в інвестиційному фонді, а також їх приріст не обкладаються податком. Податок сплачується інвестором тільки після продажу цінних паперів фонду або при його закритті.

— *Система захисту інвесторів.* Забезпечується завдяки законодавчому розмежуванню функції управління, зберігання і обліку активів фонду, які розділені між незалежними один від одного структурами – КУА, спеціалізованим депозитарієм і оцінювачем.

У царині фінансового ринку функціонують різні форми та види інвестиційних фондів (рис. 1), зміст яких визначено у Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [9].

Крім того, для окремих інвесторів (лише юридичних осіб) КУА може створювати індивідуальні фонди у вигляді *венчурного фонду* – недиверсифікованого ІФ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску і активи якого більш ніж на 50 відсотків складаються з корпоративних прав і цінних паперів, які не допущені до торгів на

фондовій біржі або в торгово-інформаційній системі. Венчурні фонди можуть бути як корпоративними, так і пайовими, але обов'язково недиверсифікованими та закритими. Вони здійснюють тільки приватне розміщення своїх цінних паперів та керуються стратегією, пов'язаною з доволі високим рівнем ризику. Специфіка індивідуальних фондів – виключно цільова спрямованість інвестицій (наприклад, інноваційні розробки, реалізація нестандартних проектів в галузі нерухомості).

Якщо проаналізувати статистичні дані, приведені Українською асоціацією інвестиційного бізнесу (УАІБ), то можемо виявити, що на 1 січня 2011р. загальна кількість інвестиційних фондів становить 1095, що на 110, або на 11,7% більше, ніж на початок 2010 р. (табл. 1).

Рухомі зростання числа визнаних ІСІ були пайові венчурні фонди (+66 за рік). На кінець 2010 року венчурні фонди залишилися лідерами за часткою у загальній кількості визнаних ІСІ, причому вона ледь помітно зросла (із 75,13% до 75,53%). У той же час найбільші відносні темпи збільшення кількості ІСІ, що досягли нормативів, серед різних типів та видів фондів у 2010 році показали венчурні корпоративні ІСІ (+44%, +22 фонди) та закриті недиверсифіковані ПІФ (+23%, +6 фондів). Натомість, чисельність відкритих фондів після «простою» у 2009 році

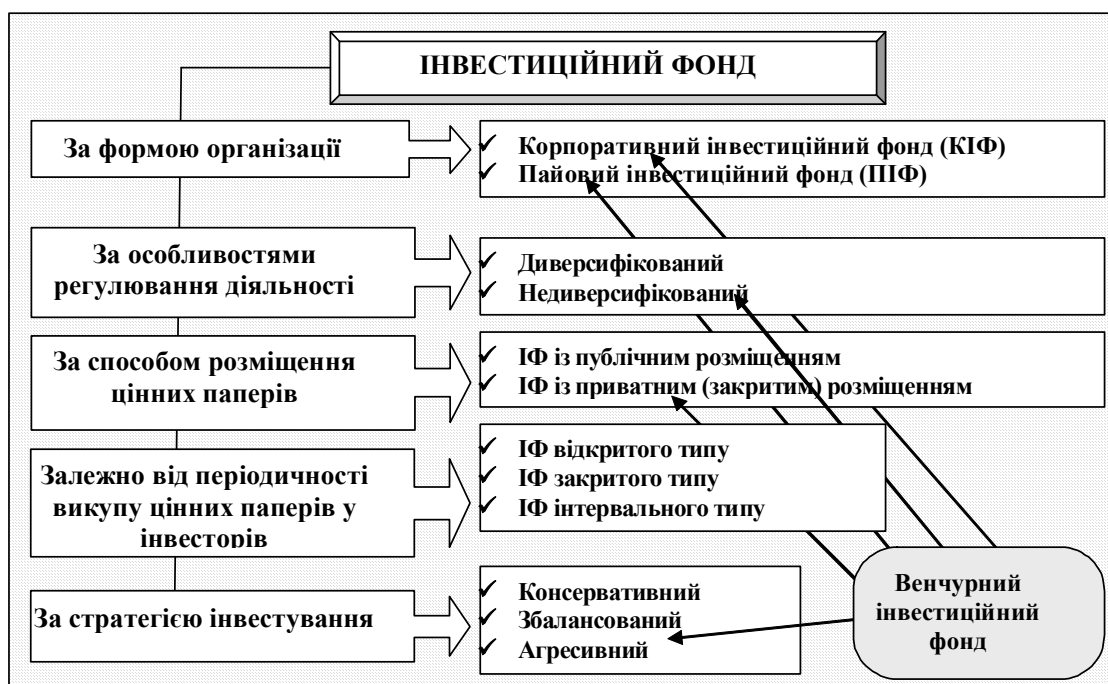


Рис. 1. Форми та види інвестиційних фондів

Таблиця 1

Динаміка видів інвестиційних фондів в Україні за 2010р.*

	Всього	ПІФ					КІФ		
		В*	І*	ЗД*	ЗН*	ЗВ*	І*	ЗН*	ЗВ*
31.12.2009	985	32	47	8	26	690	2	130	50
31.03.2010	1015	32	47	9	28	715	2	130	52
30.06.2010	1050	32	47	9	27	722	3	145	65
30.09.2010	1069	35	48	9	29	732	2	145	69
31.12.2010	1095	36	48	9	32	755	2	141	72
Зміна за 4-й кв. 2010 р., %	2,43	2,86	0,00	0,00	10,34	3,14	0,00	-2,76	4,35
Зміна з початку р., %	11,17	12,50	2,13	12,50	23,08	9,42	0,00	8,46	44,00

* В – відкриті ІСІ, І – інтервальні, ЗД – закриті диверсифіковані, ЗН – закриті недиверсифіковані невенчурні, ЗВ – закриті недиверсифіковані венчурні ІСІ

*Складено автором за джерелом [9]

зросла на 4, основний «виток» відбувся у 3-му кварталі (+3 фонди), що, очевидно, зумовлено створенням фондів на початку року під час блискавичного злету українських індексів та загального поживлення на фондових ринках. В цілому, у 2010 році досягли нормативів 6 відкритих фондів, однак два припинили свою діяльність.

Сукупна вартість активів ІСІ у 2010 році підвищилася на 31% (+25.59 млрд. грн.) і на кінець року склала 108.13 млрд. грн. (рис. 2).

Отже, темпи нарощення ринком активів цього року практично збереглися, а в абсолютному вимірі приріст перевищив минулорічний показник (+19.28 млрд. грн.). Головними чинниками зростання були, як і у 2009-му, висхідна динаміка фондового ринку на річному проміжку, а також переважна частка закритих фондів, що практично не мають відтоку вкладень інвесторів.

Як наслідок таких змін, на тлі зростання ВВП України у 2010 році на

19,9% (у фактичних цінах), ринок ІСІ продовжував посилювати свої позиції в економіці України, збільшивши відношення активів до ВВП із 9,04% до 9,88%. Порівняно з депозитами у банках, що зросли у 2010 році на 26,4%, інвестиційні фонди також показали випередження: якщо частка депозитів у ВВП зросла на 5,5%, то активів ІСІ – на 9,3% (табл.2).

Однак, як і раніше, обсяг банківських вкладень громадян та організацій в Україні суттєво перевищує вартість активів ІСІ (у 2010 році співвідношення зменшилося із 3,97 до 3,83), причому у розрахунок активів включено усі типи, види та категорії ІСІ, більшість із яких мають приватне розміщення.

Розподіл активів ІСІ за видами інструментів у 2010 році зазнав суттєвих змін. Незважаючи на зростання фондового ринку за наслідками року, в усіх типах фондів, крім венчурних, помітно зменшилася частка акцій, а також – у продовження тенденції 2009 року – облігацій підприємств, на противагу зро-

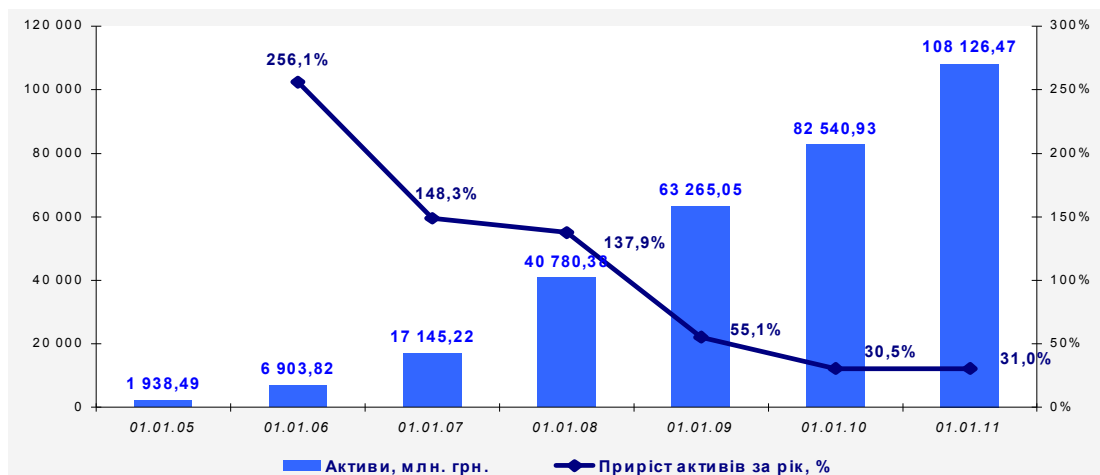


Рис. 2. Динаміка активів ІФ на початок періоду*

*Складено автором за джерелом [9]

**Порівняння обсягів і динаміки активів ІСІ та коштів
на банківських депозитах, із ВВП у 2010 р. [9]**

	31.12.2009		31.12.2010		Зміна	Зміна частки у ВВП	
	млн. грн.	частка у ВВП	млн. грн.	частка у ВВП		відсот. п.	%
ВВП (у фактичних цінах)*	913 345	X	1 094 607	X	19,85%	X	X
Банківські депозити**	327 743	35,88%	414 238	37,84%	26,39%	0,0196	5,46%
Активи ІСІ	82 541	9,04%	108 126	9,88%	31,00%	0,0084	9,30%
* За даними Держкомстату.							
** За даними НБУ.							

станню відносної вартості вкладень у державні цінні папери та «інші» активи, а у відкритих фондах – також грошових коштів на рахунках у банках, що значною мірою пов'язано із активною динамікою залучення коштів одним із нових учасників ринку.

В цілому, цінні папери залишаються основним напрямком вкладень фондів, першість утримують акції, крім венчурних ІСІ, де вагомішу частку мають «інші» цінні папери (головним чином, заставні та векселі), а абсолютну більшість зберігають за собою «інші активи» (корпоративні права, позики) (табл.3).

Не дивлячись на певні позитивні тенденції, все ще залишається ряд невирішених питань, які гальмують активізацію діяльності інвестиційних фондів.

У першу чергу, це низька капіталізація фондового ринку. Невелика пропозиція інвестиційного капіталу на фондовому ринку зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю роздрібних інвесторів, несприятливим кліматом, створеним для іноземних інвесторів. Становлення потуж-

них внутрішніх інвесторів гальмується, в тому числі, через не впровадження другого рівня пенсійної системи – Накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, а також недостатнє економічне стимулювання участі роботодавців та робітників у третьому рівні пенсійної системи – недержавних пенсійних фондах. Незначною залишається інтеграція національного фондового ринку до міжнародних ринків капіталу. Прикладом може слугувати процедура залучення інвестиційних ресурсів з цих ринків українськими споживачами, яка полягає у випуску та розміщенні іноземними емітентами, які володіють активами, розташованими в Україні, цінних паперів або інших фінансових інструментів. Досить важкою є можливість доступу українських інвесторів до таких інструментів іноземних емітентів, перш за все можливість здійснення торгівлі ними на території України. Безпосередньому виходу українських емітентів на міжнародні ринки капіталу, а також активній участі іноземних інвесторів у національному ринку заважає низка правових, ринкових та технологічних складнощів.

Таблиця 3

Структура активів ІСІ за інструментами, за типами фондів станом на 31.12.2010 р.

Активи	Відкриті ІСІ	Інтервальні ІСІ	Закриті (невенчурні) ІСІ	Венчурні
Інші активи	8,69%	7,86%	21,08%	59,64%
Грошові кошти та банківські депозити	27,41%	24,20%	6,60%	2,85%
ОВДП	13,09%	4,86%	2,87%	0,02%
Облігації місцевих позик	5,20%	0,69%	0,06%	0,00%
Акції	36,74%	53,91%	56,04%	10,28%
Облігації підприємств	8,87%	8,02%	6,32%	9,22%
Нерухомість		-	0,31%	2,23%
Банківські метали		0,47%	0,00%	-
Ощадні сертифікати			0,45%	
Інші			6,28%	15,76%

Іншою перешкодою до активізації діяльності інвестиційних фондів в Україні є обмежена пропозиція ліквідних та доходних об'єктів інвестування. Наприклад, існуючий попит на акції інвестиційно-привабливих підприємств, які частково або повністю належать державі, не задовольняється через вкрай невелику кількість акцій таких підприємств у вільному обігу. Основною проблемою ринку боргових цінних паперів є відсутність ефективного механізму захисту прав інвесторів, складність процедур реструктуризації, як наслідок, обмеженість вторинного ринку. Недостатня розвиненість ринків базових активів, недосконале законодавче регулювання в цій сфері зумовили фактичну відсутність ринку похідних (деривативів).

Ще однією проблемою є відсутність дієвого механізму захисту прав інвесторів – через низький рівень прозорості фондового ринку. Інформація, яка розкривається учасниками ринку про свою діяльність, не завжди є достатньою, актуальною та об'єктивною. На сьогоднішній день більшість українських акціонерних товариств оприлюднює мінімально достатній обсяг інформації про свою діяльність, проте рівень публічності компаній, якість інформації, яка розкривається, залишаються вкрай недостатніми для ґрунтовного прийняття інвестиційних рішень.

До речі, проблема якісного складу портфеля цінних паперів інвестиційних фондів обговорювалася на XXV науково-практичній конференції УАІБ «Професійне управління активами», яка проходила з 16 по 19 червня 2011 р. у м. Ялта, де було зазначено, що з 29 тисяч акціонерних товариств в Україні тільки 16,5 тисячі зареєстрували випуски цінних паперів, з яких тільки 7 тисяч емітентів подають звіти про свою діяльність. Існує також стурбованість ДКЦПФР та УАІБ щодо акцій банків у портфелях ІСІ, оскільки «посткризові» звіти комерційних банків за оцінками експертів не завжди у повній мірі відображають реальну картину, а це суттєво для інвесторів, які виявилися в ситуації примусового вилучення їхньої власності. Крім того, є випадки штучно створених перепон для участі представників ІСІ в річних зборах акціонерів банків [11].

Відсутня в Україні і належна координація органів державної влади до повноважень яких віднесено регулювання та контроль на фінансовому ринку, яка необхідна для вироблення єдиної, виваженої та ефективної державної політики щодо розвитку вітчизняного фондового ринку. Не ефективним є і нагляд за професійними учасниками на основі оцінки ризиків (пруденційного нагляду). На законодавчому рівні відсутні механізми протидії маніпулюванню на ринку цінних паперів. Отже, повноваження державного регулятора та механізми, які використовуються для нагляду на сучасному етапі, є недостатніми для оперативного виявлення та запобігання правопорушень на ринку цінних паперів.

Гальмує розвиток інвестиційних фондів в Україні також незавершеність формування інституційної інфраструктури фондового ринку, її низька якість, зокрема, через відсутність єдиної ефективної депозитарно-клірингової системи.

Потребує вдосконалення також правове забезпечення діяльності інвестиційних фондів, зокрема, через прийняття нової редакції Закону України «Про інститути спільного інвестування». Активно ДКЦПФР та УАІБ працюють над змінами до Податкового кодексу України щодо врегулювання оподаткування операцій з цінними паперами.

Ми вважаємо, що вирішенню цих проблем сприятиме прийняття розробленої ДКЦПФР Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 роки [12], де запропоновано ряд заходів, спрямованих на розвиток та становлення потужних національних інституційних інвесторів.

ВИСНОВКИ

Підсумовуючи, можемо зробити висновки, що інвестиційні фонди, створюючи конкуренцію банківським установам, страховим компаніям і пенсійним фондам, сьогодні відіграють вагомий роль на фондовому ринку. Однак для активізації їх діяльності на інвестиційному ринку необхідні подальші спільні зусилля держави й ринкових інституцій в напрямі модернізації інфраструктури, реформування системи державного регулювання та впровадження європейських стандартів організації регу-

льованих ринків фінансових інструментів із врахуванням новітніх тенденцій світових ринків і необхідності адаптації українського законодавства до норм європейського фінансового та корпоративного права.

Література

1. Комісія з цінних паперів США [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.sec.gov/>
2. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. В. Інвестиції : Пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 1024 с.
3. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги. – СПб.: Пионер, 2000.
4. Інститути спільного інвестування в умовах глобалізації світових фінансових ринків. Серія «Міжнародний бізнес»: монографія [В. Вергун, О. Ступницький, В. Коверда, Т. Волковинська] Київ : ВПЦ Київський університет, 2009. – 512 с.
5. Коверда В. Інвестиційні фонди як провідна форма фінансового посередництва в системі фінансово-кредитних установ / В. Коверда // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2008. – вип. № 73. – част. 1. – С. 148-152.
6. Колесник О.С. Інститути спільного інвестування: світовий досвід та українські перспективи: монографія. - К.: Зовнішня торгівля, 2010. -142 с.
7. Фінансові інститути в системі управління інвестиційним процесом: монографія / Т. Д. Косова; Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – Донецьк: Норд-Прес, 2008. – 338 с.
8. Концепція Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011 – 2015 роки. Схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 р. № 1900-р. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.in.gov.ua/index.php?get=57>
9. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди). Закон України від 15.03.2001 р. № 2299-III.
10. Аналітичний огляд УАІБ ринку спільного інвестування у 4 кварталі 2010 року. [Електронний ресурс]. Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/analytics/kvartal_anal/140154.html
11. Учасники конференції УАІБ обговорили проект нового закону «Про ІСІ», пенсійну реформу, ризик-менеджмент та подальші перспективи розвитку. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/analituaib/conference/conf11.html>
12. Проект Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 роки Електронний ресурс <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/Strateg/Program2015.pdf>

РІЦПУ